



Al-Khawarizmi Group

Les Sukuks

Une nouvelle alternative de financement pour le Maroc

28 Décembre 2012

Travail réalisé par :

Al-Khawarizmi Group

Contact : alkhawarizmi.group@gmail.com

REMERCIEMENTS

Louange à Allah le Tout Miséricordieux, Seigneur des mondes, et que la bénédiction et le salut soient sur notre prophète « Mohammad », Son serviteur et Son messager, ainsi qu'aux membres de sa famille et sur tous ses compagnons et les croyants qui ont suivi son chemin.

Nous tenons, en premier lieu, à remercier chaleureusement Monsieur le Ministre Mohamed Najib Boulif (Ministre délégué auprès du Chef du gouvernement Chargé des Affaires générales et de la Gouvernance) d'avoir confié au groupe Al-Khawarizmi la réalisation de ce rapport « Sukuks : une nouvelle alternative de financement pour le Maroc ». Nous tenons également à remercier toutes les personnes, qui ont participé de près ou de loin à la réalisation de ce travail.

Soucieux de la question de la finance islamique et de son applicabilité, le groupe Al-Khawarizmi espère par le biais de ce rapport, apporter sa pierre à l'édifice du développement des activités bancaires islamiques au Maroc, et au développement, en particulier, de l'industrie des Sukuks.

SOMMAIRE

INTRODUCTION.....	4
CHAPITRE 1.....	6
DEFINITION ET VUE D'ENSEMBLE SUR LE MARCHE DES SUKUKS	6
I. DEFINITION DES SUKUKS.....	6
II. STRUCTURATION GENERALE DES SUKUKS.....	7
III. EMERGENCE DES SUKUKS	7
IV. EMISSIONS GLOBALES DES SUKUKS	11
V. DISTRIBUTION DES ÉMISSIONS GLOBALES DE SUKUKS EN FONCTION DU STATUT DE L'ÉMETTEUR ...	14
VI. REPARTITION DES SUKUKS PAR PAYS, DEVISE, SECTEUR, MATURITE ET TYPE DE STRUCTURATION ...	15
VII. MARCHE INTERNATIONAL DES SUKUKS :	18
VIII. MARCHE DES SUKUKS DOMESTIQUES	18
IX. MARCHE DES SUKUKS COURT TERME	18
X. MARCHE SECONDAIRE DES SUKUKS	18
XI. PERSPECTIVES FUTURES DES SUKUKS EN 2013	25
CHAPITRE 2.....	31
STRUCTURATION DES SUKUKS	31
I. SUKUK SALE-BASED	31
II. SUKUK LEASE-BASED	37
III. EQUITY-BASED SUKUK	40
CHAPITRE 3.....	49
LES SUKUKS : PROBLÉMATIQUES JURIDIQUES	49
I. SUKUKS ET DROIT DE PROPRIÉTÉ	49
II. SUKUKS ET GARANTIES.....	55
III. TITRISATION DES CRÉANCES ET VENTE DE DETTES	60
IV. DÉFAUTS DES SUKUKS	62
V. QUELQUES PROBLÉMATIQUES DES SUKUKS AL-IJARAH	67
CHAPITRE 4.....	75
QUELQUES EXPÉRIENCES INTERNATIONALES D'ÉMISSION DE SUKUKS	75
I. QATAR SUKUK GLOBAL (2003).....	75
II. SAXE-ANHALT SUKUK (ALLEMAGNE, 2004)	76
III. TAMWEEL SUKUK (DUBAÏ, 2007)	78
IV. SUKUK DP WORLD (DUBAÏ, 2007)	81
V. VILLAMAR SUKUK (BAHREÏN, 2008)	82
VI. BANQUE ISLAMIQUE DE DÉVELOPPEMENT (BID, 2009)	83
VII. GENERAL ELECTRIC CAPITAL (BERMUDES, 2009)	84
VIII. INDONESIA GLOBAL SUKUK (2009, INDONESIE)	89
IX. KHAZANAH NASIONAL BERHAD (MALAISIE, 2010)	90
X. MALAYSIA GLOBAL SUKUK AL-WAKALAH (2011)	91
XI. SUKUK GENERAL AUTHORITY FOR CIVIL AVIATION (ARABIE SAOUDITE, 2012)	92
XII. SUKUK AL FAROOJ (FRANCE, 2012)	93
XIII. CBB SUKUK AL SALAM (BAHREÏN, 2012)	95
XIV. SUKUK ORASIS (FRANCE, 2012)	97
CHAPITRE 5.....	99



Al-Khawarizmi Group

LES SUKUKS : UNE OPPORTUNITE DE FINANCEMENT POUR LE MAROC	99
I. CADRE REGLEMENTAIRE AU MAROC.....	99
II. LES SUKUKS : UNE OPPORTUNITE POUR LE MAROC	104
III. STRUCTURATIONS PROPOSEES ET PROJETS ASSOCIES	105
IV. LES SUKUKS FONT PARTIE D'UNE DYNAMIQUE PLUS LARGE	111
V. POTENTIEL DES SUKUKS CORPORATE AU MAROC	115
CONCLUSION.....	117
BIBLIOGRAPHIE.....	119
PRESENTATION DES MEMBRES DU	121
AL-KHAWARIZMI GROUP.....	121

INTRODUCTION

La finance islamique moderne est une industrie récente : guère plus de 40 années nous séparent de l'émergence des premières banques islamiques. Elle a connu une évolution considérable durant cette dernière décennie. La création de plus en plus d'établissements financiers islamiques à travers le monde, ainsi que la présence croissante de banques conventionnelles, qui offrent aujourd'hui des solutions de financement conformes à la loi islamique, confirment l'essor de cette finance éthique.

Les estimations concernant la taille de ce marché varient selon les sources et se retrouvent rapidement dépassées. Globalement, le marché financier islamique, qui regroupe les banques islamiques, les compagnies de «Takaful » ou assurance islamique, et les fonds d'investissements compatibles avec la Shari'ah, représente plus de 1200 milliards de dollars, tous actifs confondus selon les derniers chiffres de 2012. Le marché de Sukuks, en particulier, occupe une place capitale dans l'industrie de la finance islamique avec un montant total d'émissions supérieur à 400 milliards de dollars à fin 2012.

A ce jour, les Sukuks sont les instruments de la finance islamique qui connaissent le plus grand succès aussi bien sur les marchés domestiques que sur le marché international. En matière de cotation, la bourse luxembourgeoise accueille les Sukuks depuis 2002. Le London Stock Exchange a listé, quant à lui, son premier Sukuk en 2006. En termes d'émissions, les Sukuks restent concentrés en Malaisie et dans les pays du Conseil de Coopération du Golf (CCG¹).

Dans le but de mieux appréhender ces produits alternatifs, nous présenterons dans le premier chapitre, par le biais de données chiffrées, une vue d'ensemble sur le marché des Sukuks, son émergence, son évolution à travers le temps, et ses perspectives futures.

L'AAOIFI² (l'Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions), entité de référence en matière de finance islamique, dénombre 14 modalités de structuration des Sukuks. Nous présenterons dans le deuxième chapitre les structururations les plus répandues en pratique.

1 Conseil de Coopération du Golfe (CCG) est une organisation régionale regroupant au départ six pétromonarchies arabes et musulmanes du golfe : l'Arabie saoudite, Oman, le Koweït, Bahreïn, les Émirats arabes unis et le Qatar.

2 L'AAOIFI, est un organisme islamique international basé à Bahreïn, autonome et sans but lucratif, qui fixe les règles de la finance islamique applicables à la comptabilité, l'audit, la gouvernance, la déontologie et les règles de la Shari'ah applicables aux établissements financiers islamiques.

Les premiers défauts de Sukuks qui ont succédés à la crise économique de 2008, ont mis le doigt sur des problématiques juridiques sérieuses dans la structuration des Sukuks, souvent établie sous la législation anglaise. La nature, légale ou bénéficiaire, de la propriété des actifs sous-jacents aux Sukuks, le droit des investisseurs en cas de défaut, la différence entre les Sukuks Asset-Based et Asset-Backed, la titrisation et les formes de garantie explicites ou implicites dans les structurations des Sukuks, continuent à susciter beaucoup de critiques et de divergence entre les juristes. Nous pensons qu'il est primordial, pour traiter en profondeur le sujet des Sukuks, de s'arrêter sur ces problématiques juridiques. Nous y consacrerons donc un chapitre complet : le chapitre 3. Nous analyserons les statistiques des défauts en mettant l'accent sur le marché malaisien et nous nous focaliserons sur le cas typique de défaut des Sukuks Tamweel. Nous réserverons à la fin de ce chapitre, un paragraphe pour les problématiques liées à la structure Ijarah, largement répandue dans le marché.

Dans le quatrième chapitre, nous exposerons des études de cas. Il s'agit d'exemples soigneusement choisis, de Sukuks émis sur le marché afin d'illustrer les structures les plus utilisées.

Le dernier chapitre de ce rapport, apporte des pistes pour une première émission souveraine de Sukuks au Maroc. Nous y présenterons le cadre juridique de la titrisation dans le royaume, en prêtant une attention particulière au véhicule juridique existant qui pourrait jouer le rôle d'une SPV émettrice de titres. Il s'agit d'un outil indispensable dans les différentes structurations de Sukuks. Nous analyserons ensuite, le récent projet d'amendement de la loi 33-06 qui prépare le terrain pour l'émission des premiers Sukuks au Maroc. Nous finirons le chapitre en préconisant les structurations qui nous semblent les plus adaptées pour le financement de certains projets d'actualité.

Dans un contexte de crise financière internationale majeure, nous souhaiterons via ce rapport, jeter la lumière sur le potentiel des Sukuks, une alternative prometteuse de financement conforme à la Shari'ah, qui permettrait d'attirer des investisseurs bénéficiant de liquidités abondantes.

CHAPITRE 1

Définition et vue d'ensemble sur le marché des Sukuks

I. Définition des Sukuks

Institutions (AAOIFI) définit les Sukuks comme étant des titres de copropriété représentatifs d'un actif tangible. Plus simplement, les Sukuks (Saak au singulier) sont des titres dont le rendement est lié à la performance d'un actif sous-jacent. Les Sukuks d'investissement sont des titres financiers hybrides négociables dont la rémunération et, le cas échéant, le principal, sont indexés sur la performance d'un ou plusieurs actifs sous-jacents détenus directement ou indirectement par l'émetteur. Leur porteur bénéficie d'un droit assimilé à un droit de copropriété sur ce ou ces actifs. Le ou les actifs concernés peuvent être des services, biens ou droits ou l'usufruit de ces biens ou droits.

Les Sukuks sont appelés « obligations islamiques » dans le langage courant. Expression que nous reprendrons également, mais il convient de garder à l'esprit qu'il ne s'agit pas d'une obligation classique dont le coupon est une rémunération de la dette. En effet, dans le cas des Sukuks, le coupon est lié à la performance de l'actif sous-jacent. Ainsi, en théorie, la rémunération du porteur peut varier au fil du temps et peut être nulle si le sous-jacent réalise une performance nulle ou négative. La plupart des Sukuks requièrent la création d'une SPV (Special Purpose Vehicle), entité indépendante qui détient les actifs contre l'émission de certificats aux détenteurs des Sukuks.

Une cible de rémunération (« taux de profit espéré ») est indiquée aux porteurs de Sukuks d'investissement, de titres de créance et de prêts indexés ; celle-ci est souvent plafonnée à un taux de marché reconnu (par exemple : Euribor, Libor), augmenté d'une marge conforme aux pratiques observées sur le marché des titres de créance. Pour parvenir à servir le « taux de profit espéré », le contrat peut prévoir un lissage dans le temps de la rémunération des porteurs au travers de l'activation d'un « compte de réserve » mis en place par l'émetteur. Ce compte est alimenté lorsque la performance du ou des actifs est supérieure au « taux de profit espéré ». Les montants accumulés serviront à compenser l'éventuelle sous-performance des actifs par rapport au taux espéré. Ainsi, dans la majorité des Sukuks, seule la rémunération correspondant au « taux de profit espéré » est exigible aux échéances de paiement prévues par le contrat (mensuelles, trimestrielles...). Le compte de réserve est clôturé à l'échéance du titre. L'éventuel excédent de profit par rapport au taux de profit espéré, est alloué selon les modalités propres au contrat, incluant les porteurs de titres selon l'indexation retenue dans le contrat, voire un tiers. Il peut

également être utilisé pour compenser aux porteurs de titres tout ou une partie d'une éventuelle perte de capital lors de la revente des actifs.

L'AAOIFI énumère au moins 14 modalités de structuration des Sukuks. Dans la pratique, les structurations les plus répandues sont :

- Sukuks Al-Ijarah
- Sukuks Al-Wakala/Mudharaba
- Sukuks Al-Musharaka
- Sukuks Al-Salam

II. Structuration générale des Sukuks

Les Sukuks sont généralement structurés de la manière suivante :

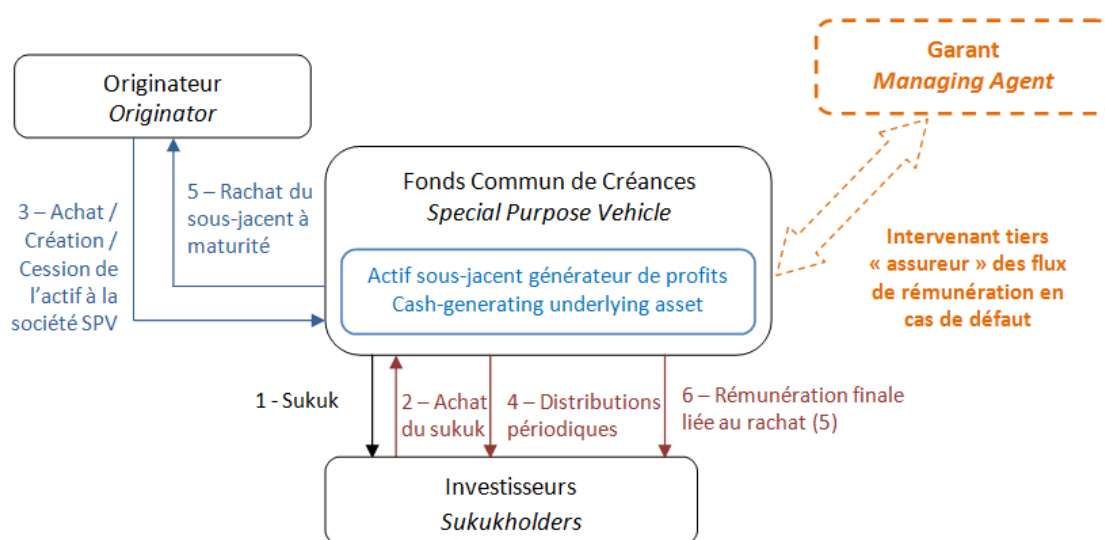


FIGURE 1: SCHEMA DE STRUCTURATION DES SUKUKS

III. Emergence des Sukuks

Le développement de la finance islamique moderne commença dans les années 70 avec la création de trois banques : "Islamic Development Bank", "Dubai Islamic Bank" et "Faisal Islamic Bank" pour offrir des produits bancaires en adéquation avec les principes de la Shari'ah.

Le succès des institutions financières islamiques fut accompagné d'un besoin d'instruments de marché financier pour la gestion des liquidités dans leurs bilans. Dans le but d'accomplir cet

objectif, le conseil de la jurisprudence islamique de l'OIC (Organisation of Islamic Conference) en sa quatrième session qui eut lieu à Jeddah, en Arabie Saoudite du 18 au 23 Jumada Al-Thani 1408 de l'hégire (correspondant au 6-11 Février 1988)³ a légitimé le concept des Sukuks. Ceci a ouvert la voie à une source alternative de financement répondant aux principes de la Shari'ah au lieu d'investir dans les titres de créances conventionnels.

L'évolution du marché des Sukuks a connu plusieurs faits marquants :

En 1990, le premier Sukuk fut émis en Malaisie par Shell MDS. L'émission, libellée en Ringgit malaisien, fut d'une taille modeste de 125 millions (Equivalent à 30 millions de dollars américains environ). Elle a été basée sur le principe de Bai' Bithaman Ajil⁴.

En 2000, des certificats domestiques souverains à court terme de Al-Musharaka, libellées en livres soudanaises d'une valeur de 77 millions furent émises par le gouvernement soudanais⁵.

En 2001, le marché des Sukuks devint international suite à l'émission par le gouvernement du Bahreïn du premier Sukuk Al-Ijarah souverain et international. Il fut libellé en dollar américain et d'une taille de 100 millions, avec une échéance de 5 ans. Par ailleurs, une série de Sukuks Al-Salam domestiques, souverains et court terme (moins d'un an d'échéance) furent émis par la banque centrale du Bahreïn (Autrefois, l'Agence Monétaire du Bahreïn) au nom du gouvernement Bahreïni. Durant la même année, le premier Sukuk Al-Ijarah institutionnel de 5 ans d'une valeur de 150 millions de dollars fut émis par une société malaisienne Kumpulan Guthrie Berhad ou Guthrie Group Limited⁶. Après cela, plusieurs émissions souveraines et institutionnelles de Sukuks apparurent dans plusieurs juridictions telles que les Émirats arabes unis (E.A.U), l'Arabie Saoudite, l'Indonésie, le Qatar, le Pakistan, Brunei Darussalam, Singapore, Kuwait etc. Depuis, le marché des Sukuks émergea en tant qu'une des principales sections de l'IFSI (Islamic Financial Services Industry) et plusieurs innovations prirent place dans ses structures telles que l'Ijarah, Musharaka, Mudharaba, Hybride, Échangeable et Convertible.

Le tableau suivant synthétise les caractéristiques des émissions globales de Sukuks entre 2001 à 2010 :

3 Résolutions et Recommandations du conseil de l'académie de jurisprudence islamique 1985-2000, Résolution No. 30 (5/4), p61.

4 Malaysian *Sukuk* Market Handbook, RAM Ratings Services Berhad, Malaysia. p5.

5 Données provenant de "Economics & Policy Wing", Central Bank of Sudan (2009).

6 Guthrie Group Limited et Kumpulan Guthrie Berhad était une entreprise Malaisienne qui jadis s'occupait des plantations. Elle fusionna avec 3 autres groupes de plantations pour former la plus grande entreprise de plantation mondiale sous le nom Sime Darby Berhad.



Date d'Émission	Émetteur	Description	Montant en Millions \$	Échéance (mois)
Juin 2001	Gouvernement du Bahreïn	Premier d'une série de Sukuks souverains internationaux à court terme (Sukuk Al Salam) émis par la banque centrale du Bahreïn (Jadis, Agence Monétaire du Bahreïn)	25	3
Sep 2001	Gouvernement du Bahreïn	Premier Sukuk souverain international émis par la banque centrale du Bahreïn (Jadis, Agence Monétaire du Bahreïn)	100	60
Déc. 2001	Kumpulan Guthrie Berhad, Malaisie	Premier Sukuk institutionnel international (Sukuk Al Ijarah)	150	60
Juin 2002	Gouvernement de la Malaisie	Premier Sukuk international souverain émis par la Malaisie (Sukuks Al-Ijarah)	600	60
Juil. 2003	Islamic Development Bank	Premier Sukuk international quasi-souverain et premier par une institution à développement financier multilatéral.	500	60
Sep 2003	Gouvernement du Qatar	Première émission de Sukuk souverain international par le Qatar (Sukuk Al Ijarah).	700	84
Nov 2003	SKS Power Sdn Berhad, Malaisie	Premier Sukuk Al-Istisna'a (Émission domestique en devise locale)	1,471	160
Nov. 2004	Département de l'aviation civile, Dubaï, E.A.U	Premier Sukuk international quasi-souverain émis par l'E.A.U	1,000	60
Déc. 2004	Société financière internationale, Banque Mondiale	Premier Sukuk émis par une institution financière conventionnelle à développement multilatéral.	132	36
Jan 2005	Durrat Al Bahreïn	Premier Sukuk international hybride	152	60
Jan 2005	Gouvernement du Pakistan	Premier Sukuk international souverain émis par le Pakistan (Sukuk Al Ijarah)	600	60
Août 2005	Cagamas MBS Berhad, Malaisie	Premier Sukuk de prêt hypothécaire islamique à l'habitation	540	160
Jan 2006	Autorité Portuaire de Dubaï, E.A.U	Sukuk Al-Musharaka international le plus important	3,500	24
Juil. 2006	Société SABIC (Saudi Basic Industries Corporation)	Premier Sukuk corporate émis en Arabie Saoudite (Sukuk Al-Istithmar)	800	240
Juil. 2006	Gouvernement de Brunei Darussalam	Émission d'une série de Sukuks souverains domestiques à court terme (Sukuk Al Ijarah) par le Brunei Darussalam.	104	3
Sep 2006	Khazanah Nasional Berhad, Malaysia	Premier Sukuk international échangeable	750	60
Déc. 2006	Le Groupe Nakheel, E.A.U	Le plus important Sukuk corporate international (Sukuks Al-Ijarah)	3,520	36
Fév. 2007	Aldar Properties, E.A.U	Une des plus grandes émissions de l'année de Sukuks corporate internationaux échangeables.	2,530	60
Jun 2007	Cagamas Berhad, Malaisie	Sukuk corporate domestique à échéance longue et de taille importante (Sukuk Al-Ijarah).	5,790	480
Jun 2007	Dubaï International Financial Center, UAE	Sukuk international quasi-souverain émis par l'E.A.U (Sukuk Al-Mudharaba)	1,250	60
Août 2007	Société SABIC (Saudi Basic	Une des plus grandes émissions de l'année de Sukuks corporate domestiques (Sukuks Al-Istithmar).	2,100	240

	Industries Corporation)			
Août 2007	National Industries Group Holding Company SAK, Koweït	Le plus important Sukuk corporate (Sukuk Al-Mudharaba).	475	60
Nov. 2007	Jebel Ali Free Zone, E.A.U	Une des plus grandes émissions de l'année de Sukuks corporate domestique (Sukuks Al-Musharaka)	2,042	60
Jan 2008	Gouvernement du Soudan	Sukuk domestique de taille importante à court terme, émis par le Soudan et poursuivi malgré la crise économique (Sukuk Al-Musharaka).	2,300	12
Jan 2008	Groupe Nakheel Group, E.A.U	Sukuk corporate international échangeable.	750	48
Fe 2009	Gouvernement d'Indonésie	Premier Sukuk domestique souverain de détail (Sukuk Al Ijarah).	464	36
Avril 2009	Ministère des finances, Indonésie	Premier Sukuk souverain international (Sukuk Al Ijarah) émis par l'Indonésie.	650	60
Jun 2009	Gouvernement du Bahreïn	Première émission de Sukuk souverain international à taux fixe (Sukuk Al Ijarah).	750	60
Août 2009	Petrolia Nasional Berhad (Petronas), Malaisie	Sukuk corporate international émis après la crise (Sukuk Al Ijarah).	1,500	60
Nov. 2009	Société financière internationale, Banque Mondiale	Premier Sukuk international quasi-souverain (Sukuk Al Ijarah) émis par une institution financière conventionnelle à développement multilatéral.	100	60
Nov. 2009	General Electric, États Unis	Émission d'un Sukuk corporate international le plus important (Sukuk Al Ijarah) américaine.	500	60
Mai 2010	Saudi Electricity Company, Arabie Saoudite	Émission d'un Sukuk corporate domestique de taille importante (Sukuk Al-Istithmar).	1,867	84
Juin 2010	Banque Nationale d'Abu Dhabi, E.A.U	Émission d'un Sukuk Al Murabaha par un émetteur étranger dans un marché domestique i.e. libellé en Ringgit malaisien.	155	60
Juil. 2010	Nomura Holding, Japon	Première émission d'un Sukuk corporate international (Sukuk Al-Ijarah) par une société Japonaise.	100	24
Août 2010	Khazanah Nasional Berhad, Malaisie	Émission d'un Sukuk Al-Wakala par un émetteur étranger dans un marché domestique i.e. libellé en dollar Singapourien.	662	120
Août 2010	KT Turkey Sukuk Limited, Turquie.	Première émission d'un Sukuk corporate international (Sukuk Al Murabaha) par une société Turque.	100	36
Août 2010	Cagamas Berhad, Malaisie	Sukuk corporate domestique (Sukuk Al-Ijarah) basé sur une structure innovante i.e. Sukuk Al-Amanah Li Al-Istithmar (ALIM) avec enchère au remboursement de coupons au lieu d'un engagement d'achat.	318	36
Oct. 2010	Abu Dhabi Islamic Bank, E.A.U	Émission d'un Sukuk international de taille importante (Sukuk Al-Musharaka).	750	60
Nov. 2010	Gouvernement du Pakistan	Émission d'un Sukuk domestique de taille importante (Sukuk Al-Ijarah).	592	36

Tableau 1 : Caractéristiques de Sukuks mondiaux, émissions et tendances - sur une année (d'un montant de 100 million de dollars ou plus). Source IIFM Sukuk Issuance Database (2001 – 2010)

Le tableau suivant liste les dix plus grandes émissions de Sukuks dans l'année 2011 et 2012 :

Date d'Émission	Émetteur	Description	Montant en Millions \$	Échéance
Jan. 2011	Gouvernement du Qatar	Émission souveraine d'un Sukuk de type Ijarah en Riyal Qatari.	9062	3 ans
Apr. 2011	Gouvernement du Bahreïn	Émission souveraine d'un Sukuk de type Ijarah en Dirham bahreïnien.	530	5 ans
Mai.	Banque islamique de	Émission quasi-souveraine d'un Sukuk de type Wakala	750	5 ans

2011	développement, Arabie Saoudite	Bel-Istithmar en USD.		
Juil. 2011	Gouvernement de la Malaisie	Émission internationale souveraine d'un Sukuk de type Wakala Bel-Istithmar en USD.	1200	5 ans
Août 2011	Nakheel, E .A .U	Émission quasi-souveraine d'un Sukuk de type Wakala Bel-Istithmar en AED (Dirham des Émirats arabes unies).	1035	5 ans
Août 2011	First Gulf Bank, E. A. U	Émission d'un Sukuk international de type Wakala en USD.	650	5 ans
Oct. 2011	SATORP, Arabie Saoudite	Émission corporate d'un Sukuk Musharaka par la société SATORP (Saudi Aramco Total Refining and Petrochemical Company) en USD.	1000	14 ans
Nov. 2011	Banque centrale du Bahreïn	Émission internationale souveraine d'un Sukuk de type Ijarah en USD.	750	7 ans
Nov. 2011	Gouvernement de l'Indonésie	Émission internationale souveraine d'un Sukuk de type Ijarah en USD.	1000	7 ans
Déc. 2011	Gouvernement du Pakistan	Émission souveraine d'un Sukuk de type Ijarah en roupie pakistanaise.	775	3 ans
Jan. 2012	GACA (General Authority of Civil Aviation), Arabie Saoudite	Émission quasi-souveraine par les autorités générales de l'aviation civile d'un Sukuk de type Murabaha en USD	4000	10 ans
Janv. 2012	Gouvernement de la Malaisie	Émission souveraine d'un Sukuk de type Musharaka en Ringgit malaisien	1795	26 ans
Fév. 2012	Maxis Communications Berhad, Malaisie	Émission domestique corporate par un opérateur de réseau mobile, de type Musharaka, en Ringgit malaisien.	800	10 ans
Mars. 2012	Gouvernement de l'Indonésie	Émission souveraine d'un Sukuk de type Ijarah en roupie indonésienne	1490	3.5 ans
Mars. 2012	SEC (Saudi Electricity Company), Arabie Saoudite	Émission internationale d'un Sukuk de type Ijarah, en USD	1250	10 ans
Juin 2012	Banque islamique de développement, Arabie Saoudite	Émission internationale quasi-souveraine d'un Sukuk de type Wakala Bel-Istithmar, en USD	800	5 ans
Juin 2012	PTPTN, (corporation de financement d'enseignement supérieur national), Malaisie	Émission domestique souveraine par une institution affiliée au ministère de l'enseignement supérieur, de type Murabaha, en Ringgit malaisien.	787	10 ans
Juil. 2012	Gouvernement du Qatar	Émission internationale souveraine d'un Sukuk de type Ijarah en USD	2000	5.5 ans
Juil. 2012	Gouvernement du Qatar	Émission internationale souveraine d'un Sukuk de type Ijarah en USD	2000	10.5 ans
Sept. 2012	Gouvernement de la Turquie	Premier Sukuk souverain de la Turquie. L'émission est de type Ijarah en USD.	1500	5.5 ans

Tableau 2 : Les dix plus grandes émissions de Sukuks dans l'année 2011 et 2012, Source: Zawya

IV. Émissions globales des Sukuks

Les taux de croissances records enregistrés par le marché des Sukuks, particulièrement durant les années précédant la crise financière globale de 2008, ont été uniques. Le marché a atteint son pic en 2007 avec une taille globale des émissions avoisinant 49 milliards de dollars. Le marché

des Sukuks n'a pas été épargné des conséquences de la crise citée. En effet la tendance de croissance a été renversée provoquant la déclinaison des émissions de Sukuks durant les années 2008 et 2009, qui ont enregistré 18.8 milliards et 25.6 milliards de dollars respectivement⁷. Le graphique ci-dessous trace la valeur totale des émissions de Sukuks durant la période 2001-2012.

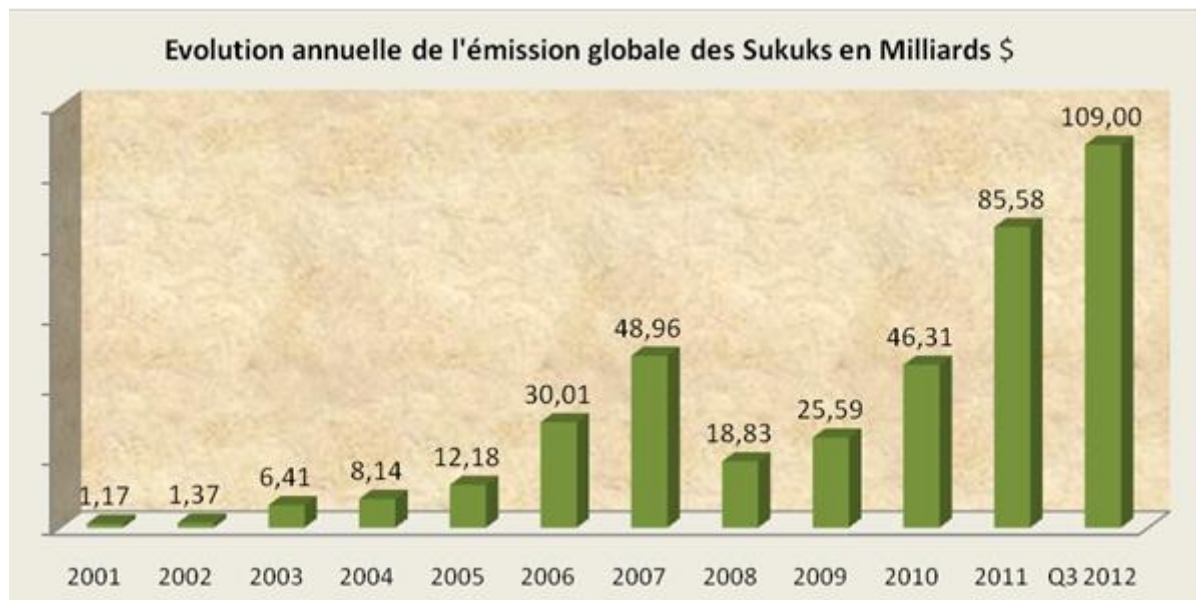


FIGURE 2: EMISSIONS GLOBALES DE SUKUKS (IIFM SUKUK ISSUANCE DATABASE, ZAWYA)

Comme le montre le graphique ci-dessus, l'année 2010 fut une année de renaissance pour les marchés mondiaux grâce notamment aux incitations des gouvernements. Cela a eu une répercussion positive sur les marchés de finance islamique. L'émission des Sukuks en 2010 est revenue quasiment à son niveau d'avant la crise, avec un montant global des émissions de 46.3 milliards de dollars⁸, dû essentiellement aux émissions de Sukuks domestiques en Malaisie.

Selon les chiffres officiels de Zawya⁹, le marché des Sukuks a atteint un montant record de 85,5 milliards de dollars en 2011, soit une croissance de 74% par rapport au chiffre enregistré en 2007. Cette dynamique de croissance a été confirmée par le montant global des émissions au cours de l'année 2012. Celui-ci a atteint, selon Zawya, 109 milliards de dollars à la fin du troisième trimestre seulement.

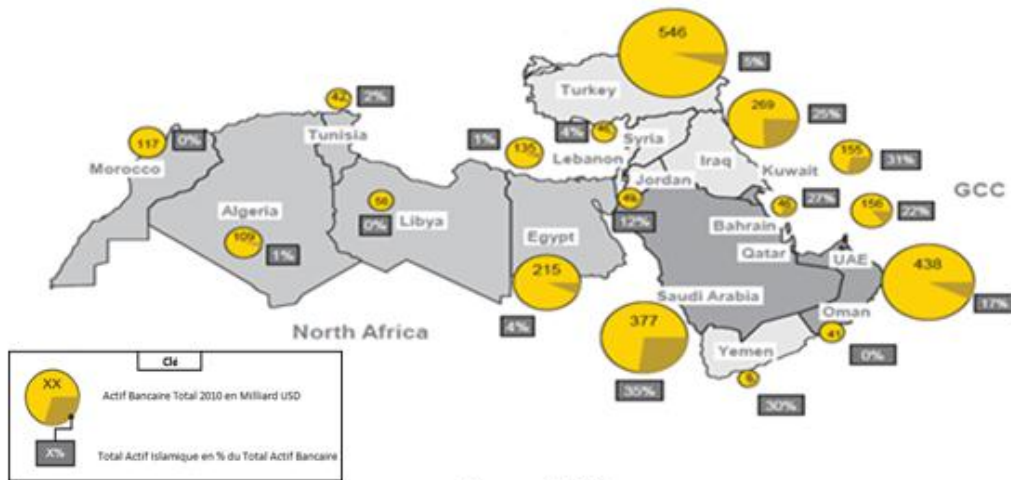
Les actifs conformes à la Shari'ah représentent une part considérable (13% en 2010) du total des actifs du système bancaire de la région MENA (Middle East North Africa). Un rapport publié par E&Y en 2011 a soulevé qu'en 2015, l'industrie bancaire islamique MENA devrait atteindre 990

⁷ IIFM Sukuk Issuance Database (2001 – 2010)

⁸ IIFM Sukuk Issuance Database (2001 – 2010)

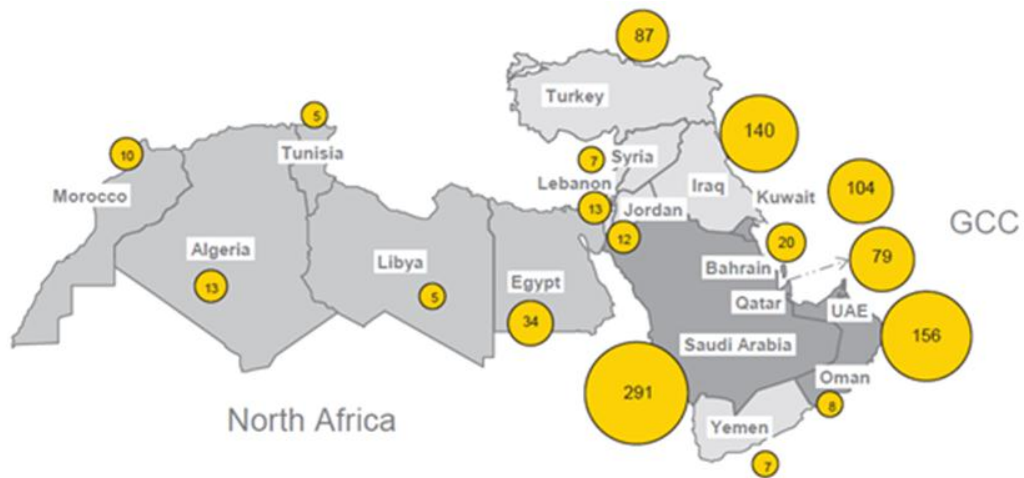
⁹ Zawya est une des principales sources d'informations financières concernant la région MENA qui fait partie du groupe Thomson Reuters, société mondiale d'édition professionnelle.

milliards USD, ce qui représente une croissance significative par rapport à 2010 (416 milliard USD)



Source E&Y

FIGURE 3: PARTS ACTIFS ISLAMIQUES EN 2010 - REGION MENA



Source E&Y.

FIGURE 4 : ACTIFS ISLAMIQUES EN 2015 -REGION MENA

Le rapport met en exergue plusieurs indicateurs positifs qui prévoient un avenir meilleur pour l'industrie des Sukuks, en particulier, dans les années prochaines. Nous en citons :

- La mise en œuvre des schémas et des initiatives gouvernementales qui sont des éléments clé de la croissance économique pour les années à venir.
- L'augmentation du nombre des émetteurs souverains utilisant le marché des Sukuks.

- La croissance économique et le développement des marchés émergents en Asie, au Moyen-Orient et ailleurs permettront de dépasser la croissance record de 6.4% constatée en 2011.
- Plusieurs émissions souveraines ont intégré le marché des Sukuks en 2012, les gouvernements devront continuer à lever des fonds pour soutenir la croissance économique et pallier aux déficits budgétaires.
- De nouveaux acteurs des marchés émergents ainsi que de nouveaux émetteurs de pays non-musulmans sont attendus pour exploiter le marché des Sukuks.
- La demande croissante, la popularité des produits conformes à la Shari'ah et les structures post-crise financière constitueront une base forte de la demande pour que les Sukuks puissent aller de l'avant.
- Les initiatives prises par différentes juridictions dans l'élaboration de cadres législatifs et réglementaires, visant à attirer des investissements étrangers, permettraient à ces nouveaux investisseurs d'explorer l'industrie des Sukuks pour la première fois.
- Un certain nombre de nouvelles juridictions ont manifesté leur intérêt pour l'émission de Sukuks, comme l'Egypte, la Tunisie, le Sénégal et le Nigeria tandis que la France, le Japon et Hong Kong continuent à faire des incursions de réglementation pour les émissions futures.

V. Distribution des Émissions globales de Sukuks en fonction du statut de l'émetteur

La crise a mis en avant un certain nombre de problèmes tels que les droits de propriété dans le cas de non-paiement ou de restructuration des Sukuks. Durant la période d'avant la crise, le marché des Sukuks était porté par les entreprises privées. Cependant, depuis le début de la crise, les émissions corporates, et en particulier celles des pays du CCG, étaient faibles en nombre. On peut citer le Sukuk de Dar Al Arkan's à 450 millions de dollars, le Sukuk de Abu Dhabi Islamic Bank à 750 millions de dollars et le Sukuk de Qatar Islamic Bank à 750 millions de dollars. L'autre tendance intéressante est l'arrivée sur le marché d'acteurs faisant partie de l'économie stable et croissante de l'Asie du Sud-Est. Des nouvelles émissions ont vu le jour telles que le Sukuk de Khazanah Nasional's Singapore à 1.5 milliards de dollars singapourien et le Sukuk de la banque nationale d'Abu Dhabi à 500 millions de RM (Ringgit malaisien).

Suite à la crise de 2008, l'appétit pour le risque des corporates, notamment dans la zone CCG a largement diminué. Ceci a impacté négativement les encours d'émissions de Sukuks. Néanmoins, les émissions de Sukuks souverains, tels que ceux du Bahreïn, Qatar, Ras Al Khaimah (E.A.U), Indonésie, Malaisie et Pakistan, ont apporté un support pour ce marché et ont permis de garder intact son rythme de croissance. Les émissions de Sukuks souverains (quasi-souverains dans certain cas à cause de garanties gouvernementales implicites) par la Malaisie, l'IFC (International Finance Corporation ; Groupe de la banque mondiale) et la banque islamique de

développement en particulier ont été le fer de lance du marché des Sukuks durant la période post-crise.

Le graphe suivant illustre la répartition, sur les deux plans domestique et international, des émissions, entre souveraines, quasi-souveraines et corporate durant la période 2001 à 2011 :

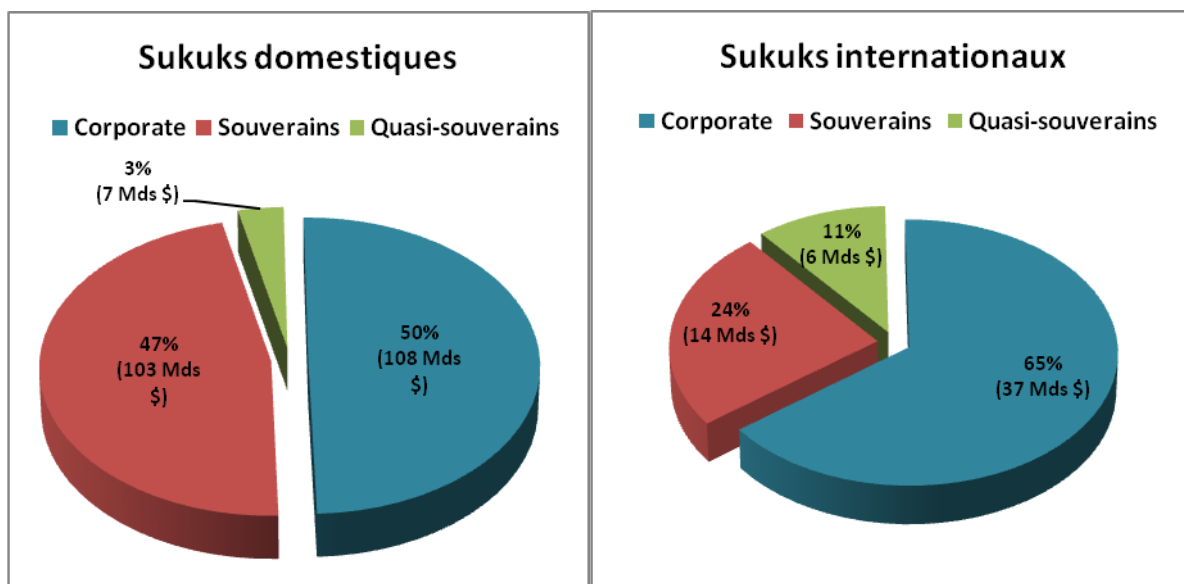


FIGURE 5 : TOTAL DES EMISSIONS GLOBALES DES SUKUKS TOUTES DEVISES - REPARTITION SELON LE STATUT DE L'EMETTEUR DE JANVIER 2001 A DECEMBRE 2011 (SOURCE : IIFM SUKUK ISSUANCE DATABASE)

VI. Répartition des Sukuks par pays, devise, secteur, maturité et type de structuration

Nous présentons dans cette section la répartition des Sukuks par cinq autres critères : le pays émetteur, la devise d'émission, le secteur d'activité de l'émetteur, la maturité des Sukuks et le type de structure.

- Répartition par pays :

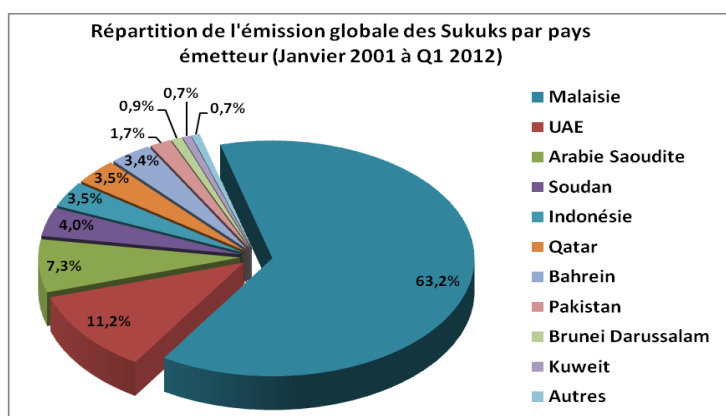


FIGURE 6 : SOURCE - IIFM SUKUK ISSUANCE DATABASE

La Malaisie est le premier émetteur de Sukuks dans le monde avec 63.2% de contribution dans la taille globale, succédée par les pays du CCG qui contribuent ensemble à 26.1%. Le dixième restant est partagé par les autres pays, essentiellement le Soudan, l'Indonésie, le Pakistan et le sultanat de Brunei.

- Répartition par devises :

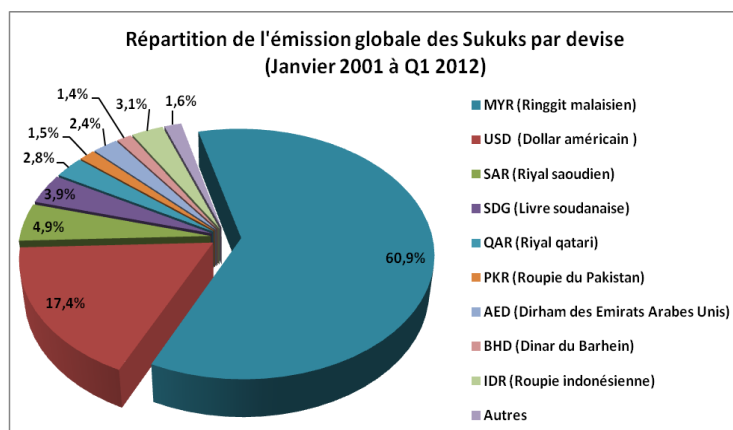


FIGURE 7 : SOURCE - IIFM SUKUK ISSUANCE DATABASE

Comme l'illustre le graphe, la première devise d'émission dans le marché est le Ringgit malaisien (MYR) avec 61% du marché suivi par le dollar américain avec 17%. Cette domination s'explique par la grande taille du marché de Sukuks malaisien, qui émet principalement en devise locale. La position du dollar en tant que deuxième devise d'émission s'explique, quant à elle, par la masse des Sukuks originaires du CCG, émis majoritairement en dollar américain.

- Répartition sectorielle :

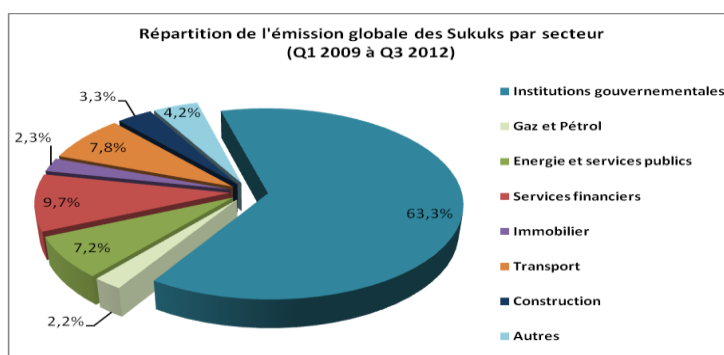


FIGURE 8 : SOURCE – ZAWYA

- Les institutions gouvernementales sont les émetteurs dominants des Sukuks avec une part de 63%, suivies, avec une contribution de 10%, par le secteur des services financiers. Le secteur du transport ainsi que celui de l'énergie et des services publics contribuent avec plus de 7% chacun. Le 12% restant est partagé entre les sociétés spécialisées en construction, immobilier, gaz et pétrole, télécom, agriculture, industrie alimentaire ...

- Répartition par maturité :

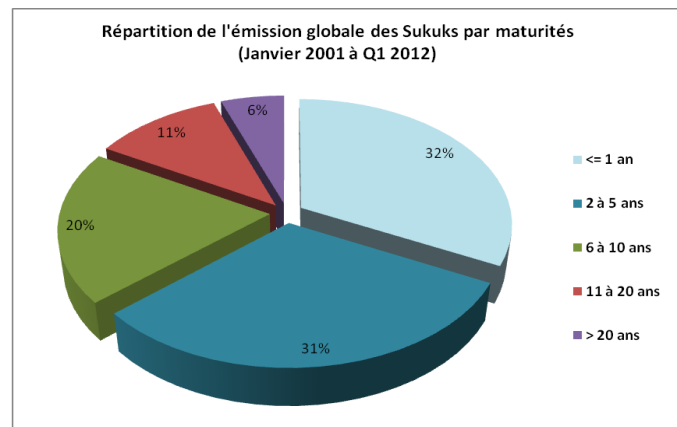


FIGURE 9 : SOURCE - IIFM SUKUK ISSUANCE DATABASE

D'une manière générale, les Sukuks sont émis majoritairement à horizon moyen-terme : 51% des Sukuks ont une maturité de 2 à 10 ans. Les Sukuks court-terme, de maturité inférieure ou égale à 1 an, représentent le tiers des émissions et sont essentiellement de type Al-Salam.

Les Sukuks de longue maturité sont moins présents. 17% des Sukuks seulement, ont un horizon supérieur à 11 ans, tandis que les Sukuks d'une maturité supérieure à 20 ans ne dépassent pas 6%.

- Répartition par structure :

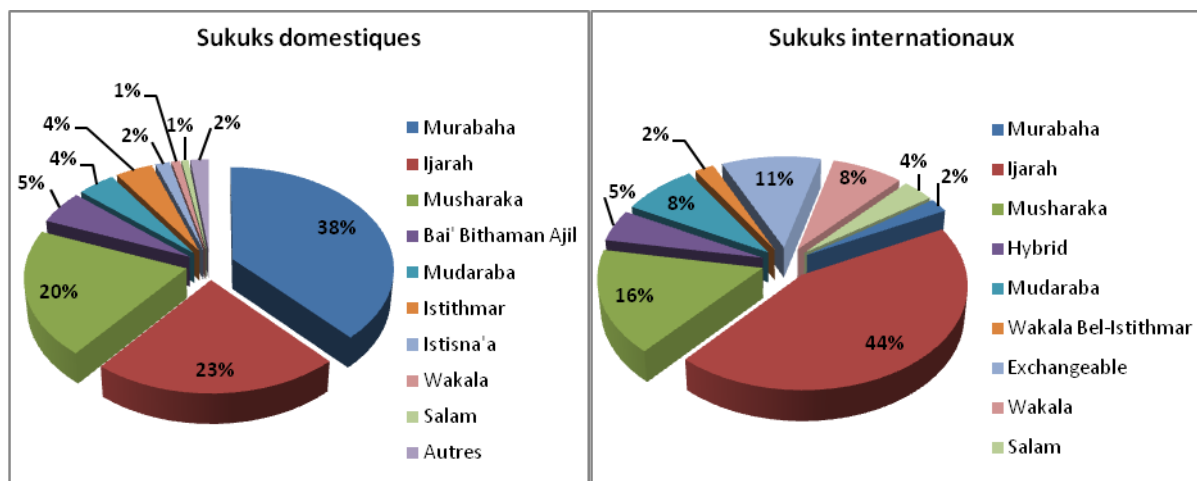


FIGURE 10 : SOURCE - IIFM SUKUK ISSUANCE DATABASE (JANVIER 2001 A Q1 2012)

La structuration Ijarah règne sur les structures utilisées dans le marché des Sukuks, succédée par la Murabaha et la Musharaka.

VII. Marché international des Sukuks :

Le marché des Sukuks compte plusieurs acteurs internationaux tels que : l'Etat Indonésien, la banque mondiale, General Electric (Etats-Unis), Nomura (Japon) et la toute puissante banque d'investissement américaine Goldman Sachs.

Les Sukuks échangés sur les marchés européens peuvent être traités par les chambres de compensation Euroclear et Clearstream, et cotent sur le London Stock Exchange et la Bourse du Luxembourg, ainsi que celle de l'Irish Stock Exchange. Les plus grandes banques mondiales travaillent dans l'arrangement des Sukuks. On peut citer à titre d'exemple : HSBC, Barclays et BNP PARIBAS. De grands cabinets d'avocats participent à ces opérations. On trouve par exemple des cabinets tels que Norton Rose, Herbert Smith, Clifford Chance....

VIII. Marché des Sukuks domestiques

En ce qui concerne le marché domestique, la Malaisie est aussi bien le leader en termes de volume qu'en termes de montant. Elle représente l'émetteur le plus gros, avec 72% de parts des émissions de Sukuks domestiques. Les 28% d'émissions restantes sont réparties sur plusieurs pays, tels que le Soudan, l'Arabie Saoudite, E.A.U, le Bahreïn, le Brunei, le Pakistan et l'Indonésie.

Le marché domestique des Sukuks est devenu de plus en plus dynamique dans de nombreux pays. Les banques centrales offrent désormais des solutions de placement aux banques islamiques afin de leur permettre d'investir leurs surplus de liquidité dans des programmes gouvernementaux.

IX. Marché des Sukuks court terme

Les Sukuks court terme (de maturité inférieure à 1 an) sont essentiels pour la gestion de liquidité. Le Soudan est le leader dans les émissions des Sukuks domestiques à maturité courte suivi du Bahreïn, Brunei et la Malaisie. L'intérêt pour les Sukuks court terme est d'autant plus important que les échéances des Sukuks sont de plus en plus longues pour ces émetteurs. La tendance vers l'émission des Sukuks court terme augmente lentement et est dirigée par des émetteurs souverains au travers des banques centrales. Le Bahreïn est le marché le plus actif de la région du CCG et l'un des émetteurs réguliers de Sukuks court terme Al-Salam et Sukuks Al-Ijarah qui connaissent toujours un excès de souscriptions.

Les perspectives futures pour les émissions de Sukuks court terme sont encourageantes. Le groupe saoudien Bin Laden a montré la voie pour d'autres sociétés émettrices de la région du CCG pour accéder au marché du court terme. De plus, il est prévu que les états du Bahreïn, Brunei, Soudan ainsi que plusieurs nouveaux entrants contribuent au développement du marché court terme.

X. Marché secondaire des Sukuks

Afin de décortiquer les marchés secondaires des Sukuks nous avons procédé à l'analyse statistique qui suit. Elle a été réalisée sur les Sukuks en cours de vie au 30 Septembre 2012 (fin du Q3 de 2012), et elle se restreint aux Sukuks originaires de la Malaisie, de l'Indonésie et des pays du CCG.

1. Cotation des Sukuks

Les deux graphiques ci-dessous, représentent pour chaque pays émetteur (émissions Corporates et souveraines du pays comprises), le nombre des Sukuks cotés et leur taille globale en milliards de dollars.

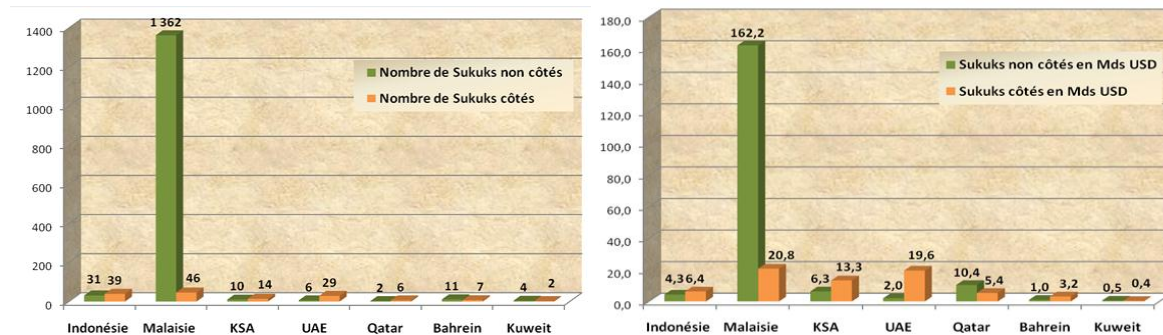


FIGURE 11 : NOMBRE ET TAILLE DE SUKUKS COTES

Les deux graphiques suivants exposent les mêmes informations mais en agrégeant les pays du CCG, pour une meilleure comparabilité.

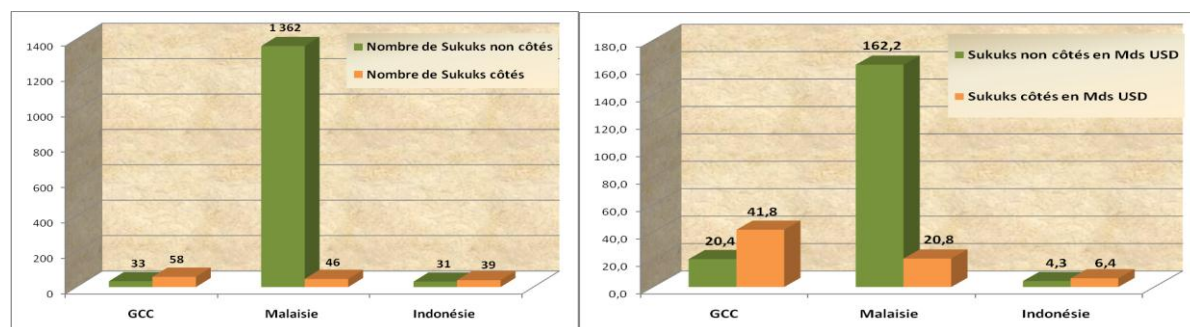


FIGURE 12: NOMBRE ET TAILLE DES SUKUKS COTES (EMISSION CCG AGREGES)

On note, pour les émissions issues du CCG, que deux Sukuks sur trois sont cotés sur les marchés secondaires (58 sur 91). Cela représente deux tiers des montants émis (41,8 Mds de dollars sur un total d'émission de 62,2 Mds de dollars).

Pour l'Indonésie, un peu plus qu'un Sukuk sur deux est négociable sur les marchés secondaires (39 sur 70). Cela représente 60% des montants émis (6,4 Mds de dollars sur 10,7 Mds de dollars)

Quant à la Malaisie, on enregistre un taux de cotation très faible : seulement 3,27% des Sukuks sont négociables. Ces Sukuks listés représentent moins de 12% de la taille globale des émissions. Parmi les facteurs explicatifs de cette faible présence des Sukuks malaisiens dans les marchés secondaires, est l'abondance des Sukuks Al-Murabaha qui sont, par leur nature, non-négociables.

2. Cotation sur le marché domestique Vs Cotation sur les marchés internationaux

Les deux graphiques ci-dessous, représentent pour chaque pays émetteur (émissions corporate et souveraines du pays comprises), le nombre des Sukuks cotés sur le marché domestique et sur les marchés internationaux et leur taille globale en milliards de dollars.

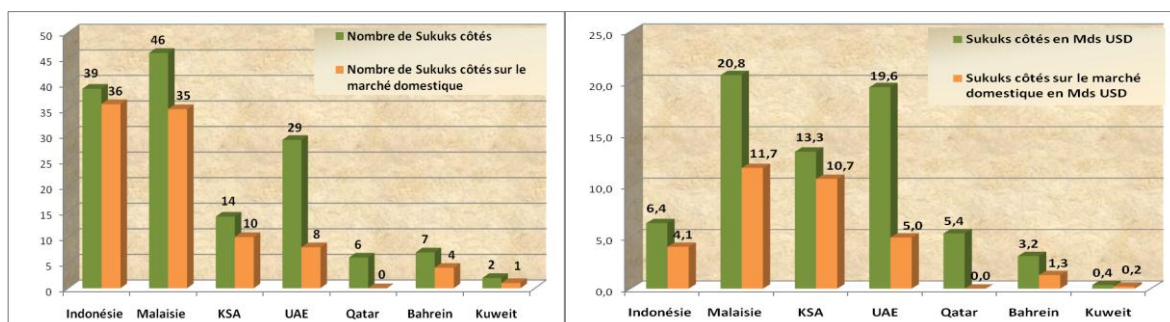


FIGURE 13 : COTATION GLOBALE VS COTATION SUR LES MARCHES DOMESTIQUES.

Les deux graphiques suivants exposent les mêmes informations mais en agrégeant les pays du CCG, pour une meilleure comparabilité.

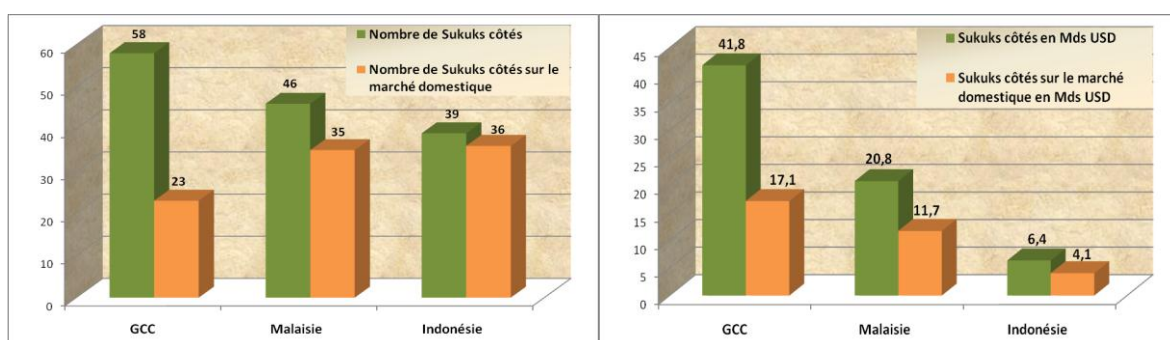


FIGURE 14: COTATION GLOBALE VS COTATION SUR LES MARCHES DOMESTIQUES (ÉMISSIONS CCG AGRÉGÉS).

On note que 40% des Sukuks originaires des pays du CCG sont cotés sur le marché domestique du pays émetteur. Ce ratio varie considérablement entre lesdits pays. Alors que l'Arabie Saoudite, privilégie une cotation sur son marché secondaire domestique « Tadawul » avec un ratio de 80% (10,7 milliards \$ sur 13,3 milliards \$), les émetteurs Qataris listent leurs 6 Sukuks de 5.4 milliards \$ sur le « London Stock Exchange » et le « Luxembourg Stock Exchange ». Entre les deux modèles, les Sukuks des Émirats Arabes Unis sont partagés entre le marché domestique (« Nasdaq Dubaï » et « Dubaï Financial Market ») et les marchés internationaux (principalement le « London Stock Exchange »), avec un ratio de cotation sur les places domestiques de 25% (5 milliards \$ sur 19,6 milliards \$).

Les émetteurs malaisiens et indonésiens favorisent clairement la négociation de leurs Sukuks sur les places secondaires domestiques, « Bursa Malaysia » et « Indonesia Stock Exchange ». Pour l'Indonésie, seulement 3 Sukuks sur 39 sont listés à l'étranger (à « Singapore Exchange »). Par contre, ces trois Sukuks sont assez significatifs en termes de taille. Ils représentent un montant de 2,3 milliards \$, soit 35% de la taille des émissions cotées.

De même pour la Malaisie, parmi les 46 Sukuks cotés, les 10 plus grandes émissions qui représentent 36% de la taille globale cotée, sont listées à l'étranger (« Hong Kong Exchange » et « Singapore Exchange »).

3. Les marchés secondaires internationaux

Le « London Stock Exchange » est le plus grand marché secondaire international pour les Sukuks. Il liste principalement les Sukuks originaires des EAU (12 milliards \$), Qatar (5 milliards \$), l'Arabie Saoudite (2 milliards \$) et le Bahreïn (1,8 milliards \$).

La bourse de la Malaisie et la place de l'Arabie Saoudite « Tadawul » viennent en deuxième et troisième position respectivement avec plus de 10 milliards \$.

Une présentation des différentes places internationales en fonction de la taille globale des Sukuks cotés et de leur nombre figure ci-dessous :

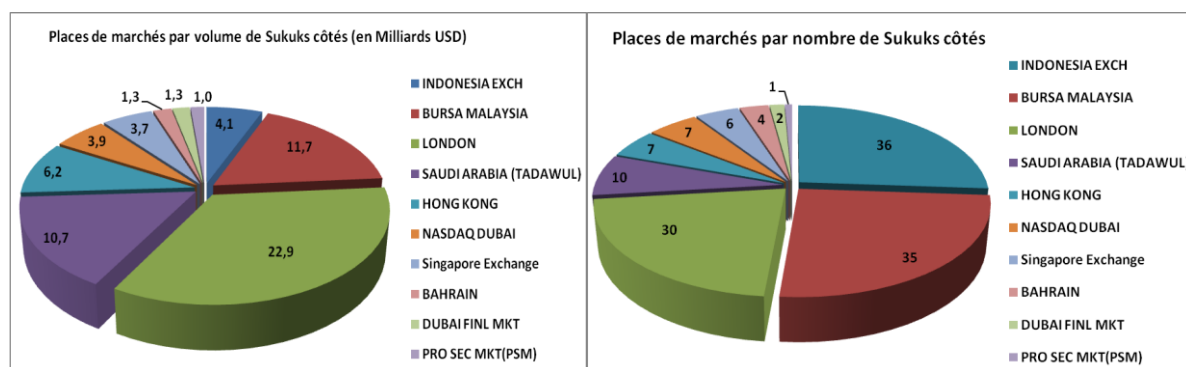


FIGURE 15 : PLACE DE MARCHÉ PAR NOMBRE ET TAILLE DE SUKUKS COTES

La qualité d'un marché secondaire, est jugée par, sa liquidité et le nombre de transactions réalisées. Un focus sur les volumes de Trading des Sukuks sur le marché malaisien et la place saoudienne « Tadawul » montre en effet que les marchés secondaires des Sukuks font encore leur premiers pas.

- **La place malaisienne :**

Le graphique suivant représente le volume des transactions réalisées sur les Sukuks dans la « Bursa Malaysia » depuis 2005 et jusqu'au 30 janvier 2012 :



FIGURE 16 : VOLUME TRANSACTIONS SUKUKS - BURSA MALAYSIA

On y voit que le pic des transactions a été atteint au cours de l'année 2011 avec 546 millions de Ringgits malaisiens soit un peu moins que 1,8 millions \$, pour une dizaine de milliards de Sukuks négociables.

Le graphique ci-dessous montre que les Sukuks de courte maturité (inférieure à 3mois) sont les plus négociés :

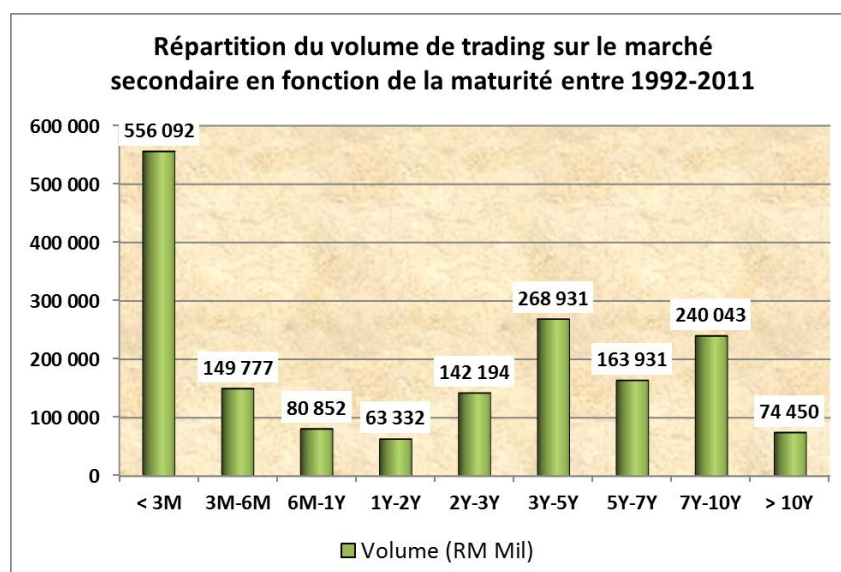


FIGURE 17 : VOLUME TRANSACTIONS SUKUKS PAR MATURITE - BURSA MALAYSIA

- **La place « Tadawul » :**

Issus des données du site officiel de l'indice saoudien « www.tadawul.com.sa », les deux graphiques ci-dessous représentent, respectivement, les volumes annuels des transactions réalisées sur les Sukuks en millions de riyals saoudiens et le nombre total des transactions effectuées annuellement.

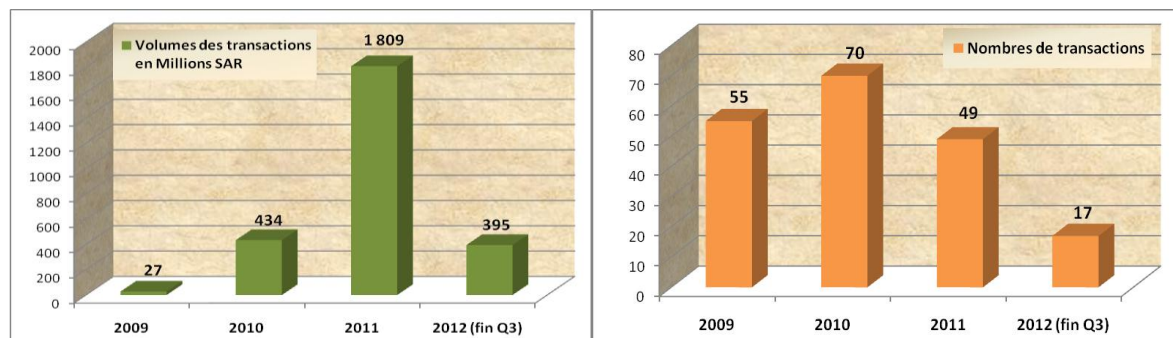


FIGURE 18 : VOLUME ET NOMBRE DE SUKUUS - MARCHÉ SAOUDIEN

L'année 2011 a connu le plus grand volume de Trading avec 1809 millions SAR, soit 482 millions \$ sur les 10,7 milliards \$ négociables sur le marché « Tadawul ». Ce chiffre significativement bas, se justifie par le faible nombre d'opérations d'achats/ventes de Sukuks qui avait atteint, à peine, 4 transactions en moyenne par mois en 2011 et moins de 6 transactions par mois en 2010.

4. Pourquoi les marchés secondaires sont peu développés ?

Les Sukuks émis ne sont pas cotés systématiquement dans les marchés secondaires. Au contraire, à la fin du troisième trimestre de 2012, moins d'un Sukuk sur 10 était listé sur les marchés secondaires domestiques et internationaux inclus. Ils représentent en revanche 27% des montants émis.

Les obstacles qui freinent le développement des marchés secondaires des Sukuks sont multiples, nous en citerons ici les principaux :

- Le marché primaire des Sukuks, qui malgré un montant d'émissions en cours de vie de l'ordre de 260 milliards de dollars, reste relativement réduit. Ce volume limité d'émissions contribue au chiffre, assez faible, de négociations enregistrées sur les marchés secondaires.
- Les Sukuks structurés selon le contrat Murabaha ou Salam, sont exclus par défaut du marché secondaire comme ils tendent dans leurs formes contractuelles à une dette, dans le sens large de la dette selon la jurisprudence musulmane. En effet, dans le cadre d'un contrat Murabaha, le montant redevable par le client final envers le vendeur du sous-jacent, est qualifié de dette, tout comme l'engagement de livraison du bien à maturité dans le cadre d'un contrat Salam. La majorité des juristes interdisent la revente de ces deux types de Sukuks. A titre indicatif, parmi les 1426 Sukuks non cotés, 366 sont de type Murabaha, soit un peu plus d'un Sukuk sur quatre.
- La stratégie d'une grande partie des investisseurs en Sukuks consiste à acheter les titres et les porter jusqu'à leurs maturités, ce qui se répercute négativement sur la liquidité du marché secondaire. Plusieurs raisons sont derrière cette stratégie de « buy and hold » :
 - Comme le choix est très restreint sur le marché secondaire, il est difficile de trouver un Sukuk beaucoup plus intéressant, que celui qu'on détient. A noter qu'en raison de l'illiquidité du marché, les Sukuks offrent souvent des rendements plus élevés que les obligations conventionnelles de même maturité et de même note de crédit.

- Les divergences des juriconsultes sur la validité de certaines structurations de Sukuks, le manque de transparence sur la nature de propriété des actifs et les droits en cas de défaut, continuent à susciter une aversion auprès des investisseurs. Ces derniers ont tendance à placer leur argent dans le « bon » Sukuk et le conserver à maturité.
- Vu la complexité des structures des Sukuks, il est difficile de les évaluer avec des modèles quantitatifs communs, contrairement aux actions par exemple ou aux obligations conventionnelles. Pour évaluer un Sukuk, il faut analyser attentivement les actifs réels sous-jacents et les « cash-flow » économiques qui en proviennent. Par conséquent, il est beaucoup plus difficile aux traders de détecter l'opportunité de revendre un Sukuk sur le marché secondaire.
- Les gérants des fonds de retraite et les compagnies d'assurances, souvent à la recherche d'un placement stable et à long terme, représentent l'épine dorsale des marchés secondaires des obligations. Cette catégorie d'investisseurs s'intéresse très peu aux marchés secondaires des Sukuks à cause de l'absence de Sukuks de longue maturité.

5. Développement du marché secondaire

Le développement des marchés secondaires des Sukuks nécessite en réalité un travail de fond sur l'industrie entière des Sukuks, voire sur l'activité des banques et des institutions financières islamiques. Nous citons ici quelques démarches essentielles pour faire évoluer ces marchés :

- Il va falloir faire recours, de plus en plus, aux Sukuks en tant qu'outils de gestion de risques et de liquidité. Les banques centrales peuvent jouer un rôle majeur dans le développement des programmes d'émission de Sukuks, à l'instar de l'expérience de la Banque Centrale du Bahreïn (CBB), qui émet mensuellement des Sukuks Al-Salam avec une maturité de 3 mois.
- Il y a actuellement une offre limitée de Sukuks sur le marché. Ceci conduit à élargir la catégorie d'investisseurs avec un profil « buy and hold » et à affaiblir la taille des marchés secondaires. Avec des émissions diversifiées en termes de risques et de maturités, les investisseurs doivent avoir plus de choix de sélection :
 - Majoritairement, les Sukuks sont émis sur l'horizon moyen terme. Il est donc nécessaire de développer encore plus les Sukuks de courte maturité (inférieure à 1 an) ainsi que les Sukuks de longue maturité (supérieure à 10 ans).
 - Il est primordial que la catégorie d'émetteurs soit diversifiée en termes de qualité de crédit et de profil de risque. En plus des émissions souveraines, il faut encourager d'avantage les émissions de Sukuks Corporates pour le financement de projets à l'exemple de « Dubaï Port Sukuk ».
- La double cotation des Sukuks est largement recommandée pour élargir leur portée sur les différents marchés secondaires.
- Les aménagements des lois pour baisser les taxations sur les opérations d'achat/vente des Sukuks sont nécessaires pour aider à stimuler les marchés secondaires.
- Développer et fiabiliser les benchmarks relatifs aux Sukuks, à l'exemple de « Dow Jones Sukuk Index » et « Thomson Reuters Global Sukuk Index » récemment lancé par le fameux groupe spécialisé dans l'information financière.
- Travailler sur la normalisation et la standardisation de l'industrie des Sukuks :

En effet, le manque d'harmonisation dans les structures existantes des Sukuks et la différence d'opinions entre les juristes en particulier entre la Malaisie et le CCG contribue à isoler les marchés secondaires d'une région, des investisseurs de l'autre. Les comités et les organisations spécialisés dans les recherches et Fatwas sont censés collaborer encore plus pour converger vers des structurations et des règles communes.

- Investir dans le développement de l'IT et de l'infrastructure des places de marchés pour arriver à des conditions de cotation et de négociation similaires aux marchés organisés conventionnels. Aujourd'hui, les courtiers travaillant sur les Sukuks n'ont toujours pas la possibilité de fournir la fourchette des prix (bid-ask) sur une base temporelle continue.

XI. Perspectives futures des Sukuks en 2013

Thomson Reuters Zawya ont réalisé une étude en Septembre 2012 auprès d'un large groupe de 141 investisseurs (côté achat) et 28 arrangeurs (côté vente) pour déterminer l'appétit pour les Sukuks et les perceptions pour l'année à venir :

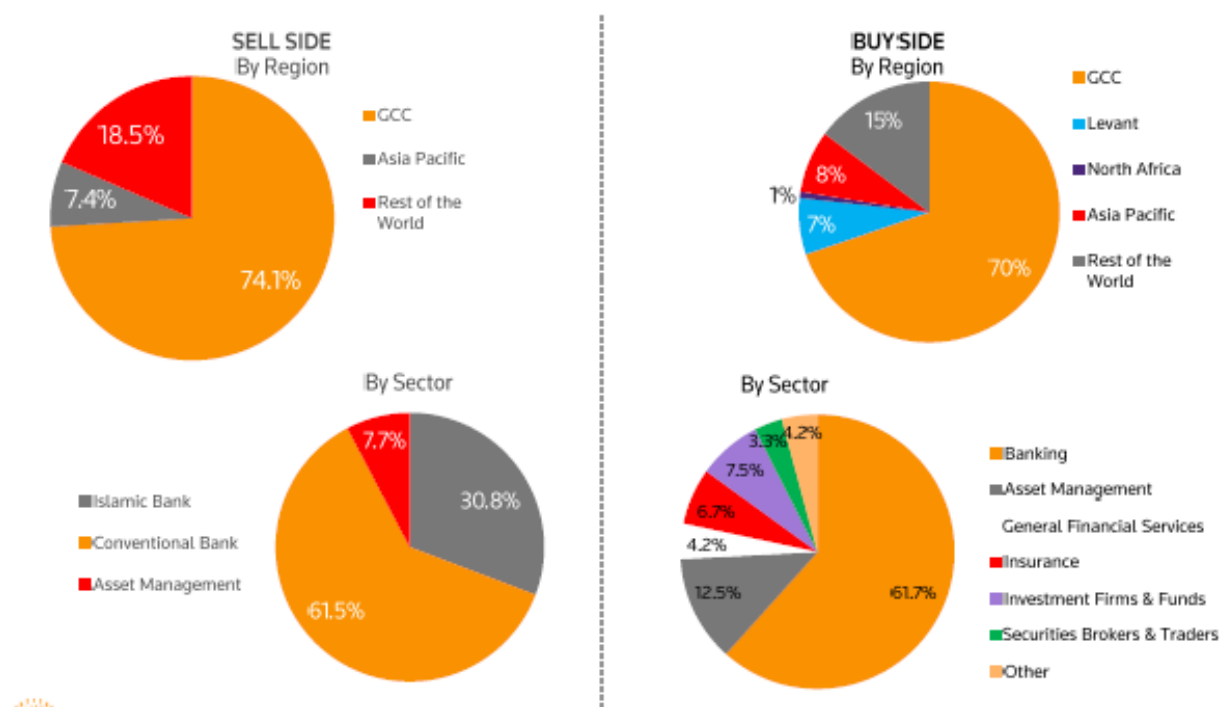


FIGURE 19 : REPARTITION DE L'ECHANTILLON DES INVESTISSEURS ET ARRANGEURS SONDES

Comme le montrent les graphiques ci-dessus, les investisseurs et les arrangeurs du CCG ont un poids important dans cet échantillon. Selon une publication de « MEED », 1900 milliards de dollars étaient prévus pour des projets planifiés ou en cours d'exécution en Septembre 2012. L'Arabie Saoudite et les Émirats à eux seuls représentent environ 1200 à 1400 milliards de dollars du total. S&P prévoit que le Qatar émettra 125 milliards sur la période 2011-2016 dynamisé par des projets de modernisation d'infrastructures pour la préparation de la coupe du monde 2022. Les secteurs clés seront l'énergie, l'eau, les transports et l'immobilier ainsi que les

projets dans les secteurs pétroliers et gaziers. Les gouvernements du CCG privilégient davantage les projets essentiels dans les secteurs de l'énergie, l'eau et les hydrocarbures qui sont considérés comme majeurs pour le développement de l'économie et des populations, en augmentation constante, bien devant les autres secteurs tel que le transport.

S&P prévoit que le marché des capitaux, et éventuellement celui des Sukuks, seront largement sollicités pour couvrir le vide laissé par les banques dont le rôle est réduit dans la région. Cette tendance s'est déjà concrétisée en 2012 par la toute première émission de Sukuks pour un projet GreenField par SATORP (SaudiAramco Total Refining and PetrochemicalCompany).

1. Un focus sur les émissions des Sukuks du CCG en 2012

S&P estime que l'avenir de la finance islamique sera focalisé autour du CCG et de l'Asie qui sont des régions potentielles pour alimenter la croissance économique mondiale pour les décennies à venir. En effet, les deux régions ont un besoin croissant de développement d'infrastructures, qui sont par ailleurs, des secteurs en adéquation totale avec les principes de la Shari'ah, dans la mesure où l'investissement dans les infrastructures est adossé à l'actif tangible à construire.

Les taux de rendement actuariels des Sukuks et des obligations du CCG, ont baissé significativement au cours de l'année 2012. Ceci s'explique par plusieurs facteurs dont la solide position de liquidité dans le système financier du CCG, le fort appétit pour la dette chez les investisseurs locaux, et les politiques monétaires accomodantes. S&P prévoit que cette situation de détente des taux aura pour conséquence l'augmentation du nombre d'émissions des Sukuks dans les trimestres à venir.

Le graphique ci-dessous montre l'évolution du rendement des obligations et des Sukuks entre Août 2011 et Septembre 2012 :

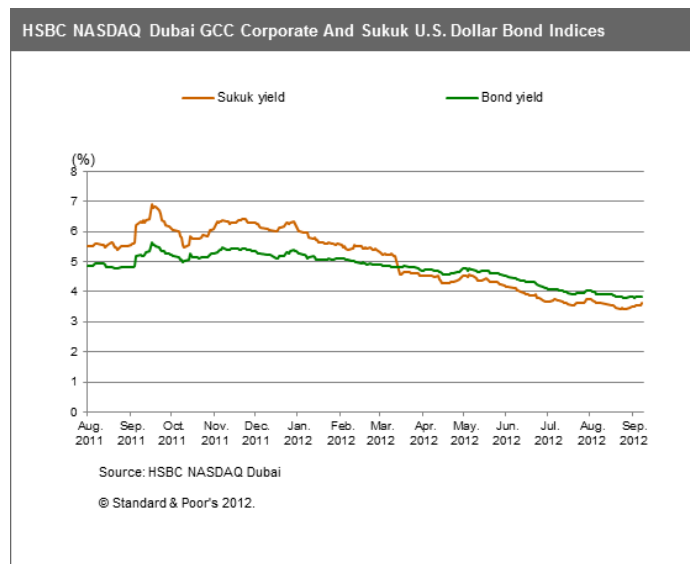


FIGURE 20 : RENDEMENTS DES OBLIGATIONS ET DES SUKUKS ENTRE AOÛT 2011 ET SEPTEMBRE 2012

L'émission des Sukuks a enregistré un pic en 2012 à plus de 19 milliards de dollars. Le montant global des émissions pendant les neuf premiers mois de 2012 a dépassé celui de 2011. **Pour la première fois dans la région, le montant des émissions de Sukuks a dépassé celui des émissions d'obligations conventionnelles** comme on peut le constater dans le graphique ci-dessous :

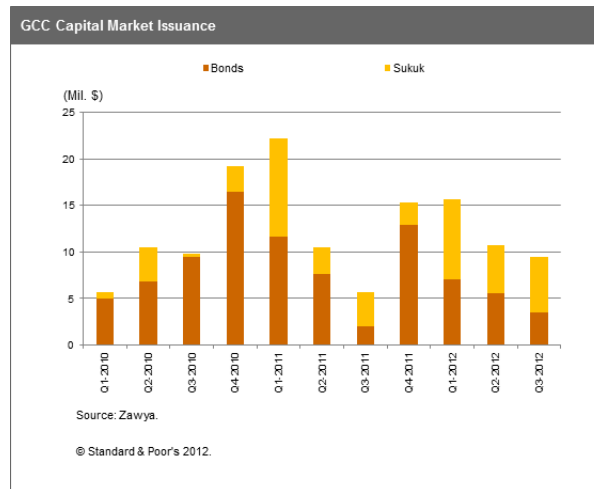


FIGURE 21 : MONTANT DES EMISSIONS D'OBLIGATIONS ET DE SUKUKS AU CCG ENTRE 2010 ET 2012

2. Etat actuel du marché

Depuis ses débuts en 1990 jusqu'à aujourd'hui, le marché des Sukuks a connu une croissance en termes de volume, de nombre d'émetteurs et de diversification. Malgré une récession en termes de performances et d'émetteurs pendant la crise financière, les Sukuks ont repris une tendance de croissance et de performances exceptionnelles.

Alors qu'en 2008, l'AAOIFI annonçait que 85% des Sukuks en circulation ne sont pas conformes à la Shari'ah, nous enregistrons qu'en Septembre 2012, la majorité des Sukuks en circulation (72%) sont certifiés conformes à la Shari'ah par celle-ci. En terme de risque, 65% des Sukuks sont Asset-Backed tandis que 22% sont Asset-Based (voir chapitre 3 pour les définitions).

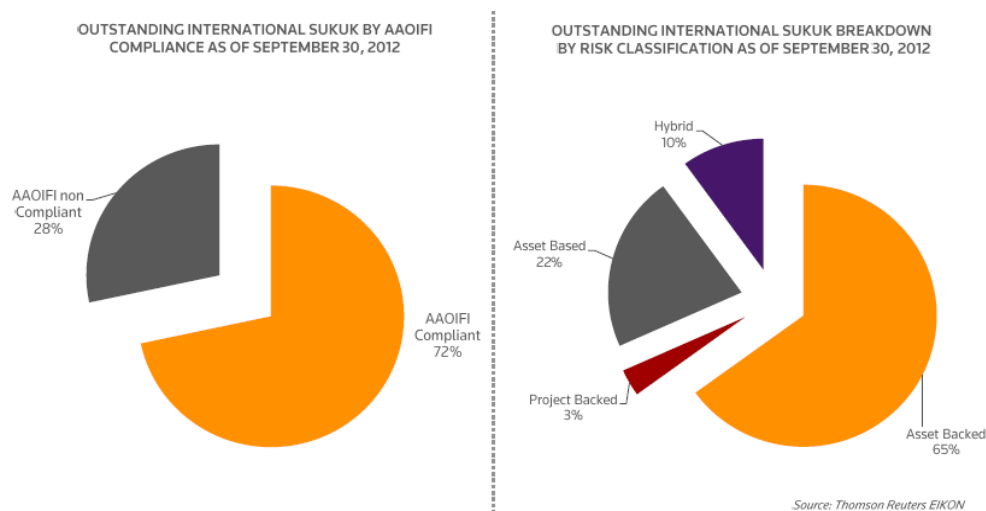


FIGURE 22 : REPARTITION DES SUKUKS EN TERMES DE RISQUE ET DE COMPATIBILITE A L'AAOIFI

Perspectives :

Selon l'étude de Thomson Reuters Zawya, les arrangeurs s'attendent à un bon équilibre entre les Sukuks domestiques et internationaux. Les investisseurs quant à eux ont une large préférence pour les Sukuks internationaux, En particuliers ceux du CCG :

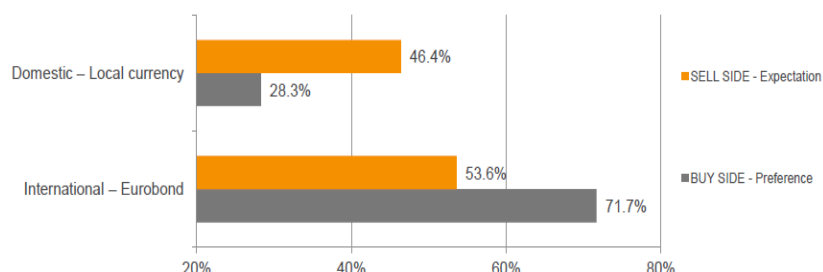


FIGURE 23 : PREFERENCES DES INVESTISSEURS ET ARRANGEURS SONDES POUR LES SUKUKS DOMESTIQUES/INTERNATIONAUX

Les investisseurs préfèrent globalement le dollar aux autres devises. Cela dit, d'autres devises sont de plus en plus appréciées comme le ringgit malaisien ou le rial saoudien. Les émissions en euros restent relativement faibles mais sont assez convoitées par les investisseurs à cause de leur rareté.

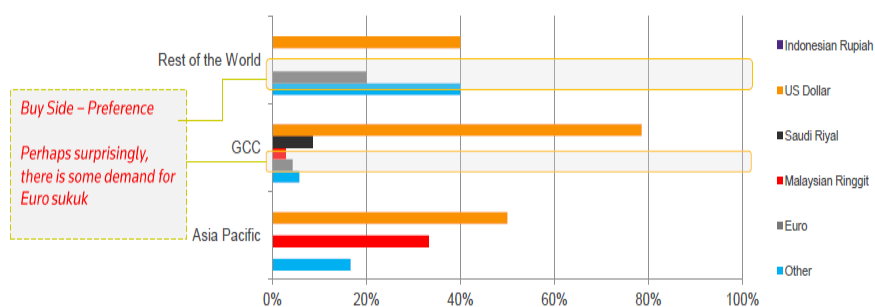


FIGURE 24 : REPARTITION DES INVESTISSEURS SONDES SELON LEUR PREFERENCE DE DEVISE POUR LES SUKUKS

Les investisseurs continuent à privilégier les Sukuks Souverains et Quasi-Souverains. Les Sukuks notés (BBB- / Baa3 et plus) sont les plus majoritairement souscrits. Cette catégorie est convoitée par plus de 82% des investisseurs. Les Sukuks Asset-Backed (Voir définition des Sukuks Asset-Backed dans le chapitre 3) sont dorénavant préférés par la plupart des investisseurs. Ils sont, en effet, plus sécurisés et permettent d'avoir un recours aux actifs sous-jacents.

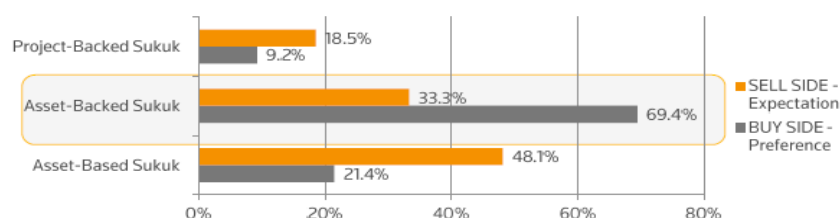


FIGURE 25 : PREFERENCES DES INVESTISSEURS ET ARRANGEURS SONDES DES TYPES DE SUKUKS

Cependant contrairement aux obligations, le marché des Sukuks est un marché plus court terme en termes de maturité. Plus de 70% des investisseurs préfèrent des Sukuks avec une échéance inférieure à 5 ans.

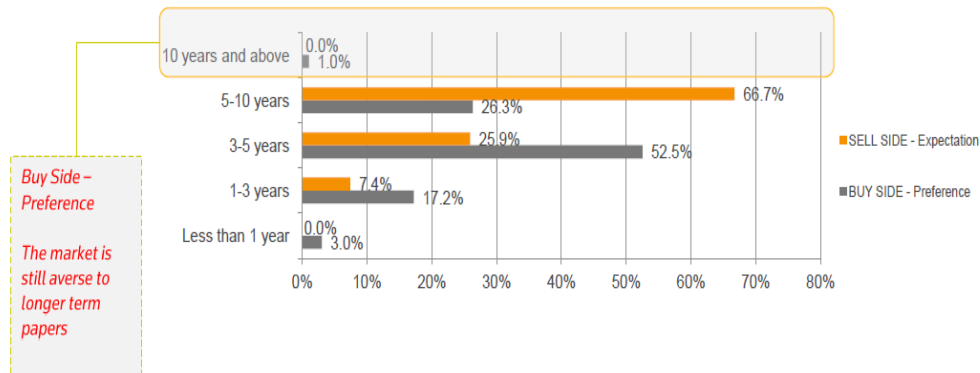


FIGURE 26 : PREFERENCES DES INVESTISSEURS ET ARRANGEURS PAR MATURITE

Equilibre Offre/Demande :

A la fin de l'année 2012, les émissions mondiales de Sukuks ont été de l'ordre de 132 milliards de dollars avec 25 émissions en Eurobond. Pour 2013, les arrangeurs préfèrent rester prudents dans leurs prévisions. Ils prévoient une fourchette qui oscille entre 75 à 125 milliards de dollars avec une trentaine d'émissions en EuroBond. La plupart des investisseurs quant à eux prévoient d'investir entre 20 et 100% de leurs portefeuilles dans les Sukuks et jusqu'à 200 millions de dollars. Néanmoins, avec la croissance actuelle des émissions des Sukuks, les prévisions montrent que la demande en Sukuks va dépasser l'offre par 250 milliards de dollars à l'horizon de 2016. D'autre part, les coûts des émissions des Sukuks sont de plus en plus proches de ceux des obligations classiques. La structure préférée reste Al-Ijarah malgré les problèmes juridiques soulevés par l'Islamic Fiqh Academy en Septembre 2012 concernant la promesse d'achat (voir chapitre 3 pour plus de détails).

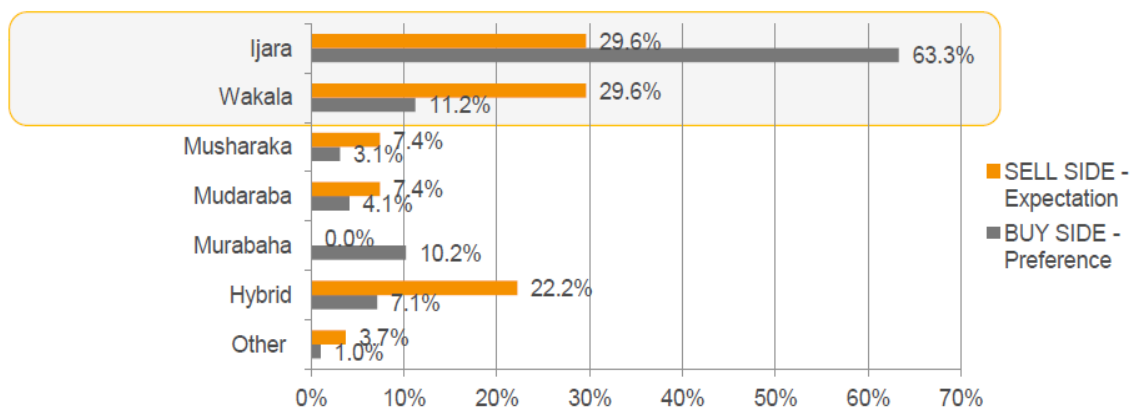


FIGURE 27 : PREFERENCES DES INVESTISSEURS ET ARRANGEURS SONDES DES STRUCTURATIONS DE SUKUKS

Risques à prévoir :

Le risque de taux de rendement est à prendre sérieusement en considération. En effet, les émetteurs profitant de l'environnement actuel de taux de rendements bas exposent les porteurs de Sukuks à un risque important de baisse de prix si les taux de marché ou les taux directeurs augmentent. Les investisseurs quant à eux sont partagés presque en deux entre les Sukuks à taux de rendement fixe et variable, ce qui renvoie un signal mitigé concernant les prévisions pour les taux de rendement futurs.

Le risque de liquidité reste toujours présent pour les porteurs de Sukuks. Malgré une année record en termes d'émissions, la politique « Buy-To-Hold » est souvent pratiquée. Les investisseurs courent donc un risque de liquidité qui se manifeste par un prix de sortie faible en cas de crise de liquidités. L'étude montre que seulement 20% des investisseurs gardent leurs titres pour une période inférieure à un an ce qui réduit mécaniquement la liquidité du marché.

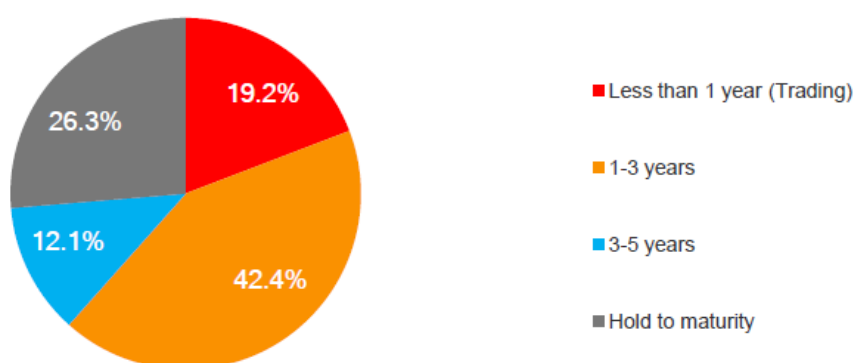


FIGURE 28 : REPARTITION DES INVESTISSEURS SONDES EN DUREE DE DETENTION DES SUKUKS

CHAPITRE 2

Structuration des Sukuks

Nous allons présenter dans ce chapitre, les principales structurations des Sukuks, réparties en trois catégories : Sukuk Sale-Based, Sukuks Lease-Based et Sukuk Equity-Based.

I. Sukuk Sale-Based

1. Sukuk Al-Murabaha

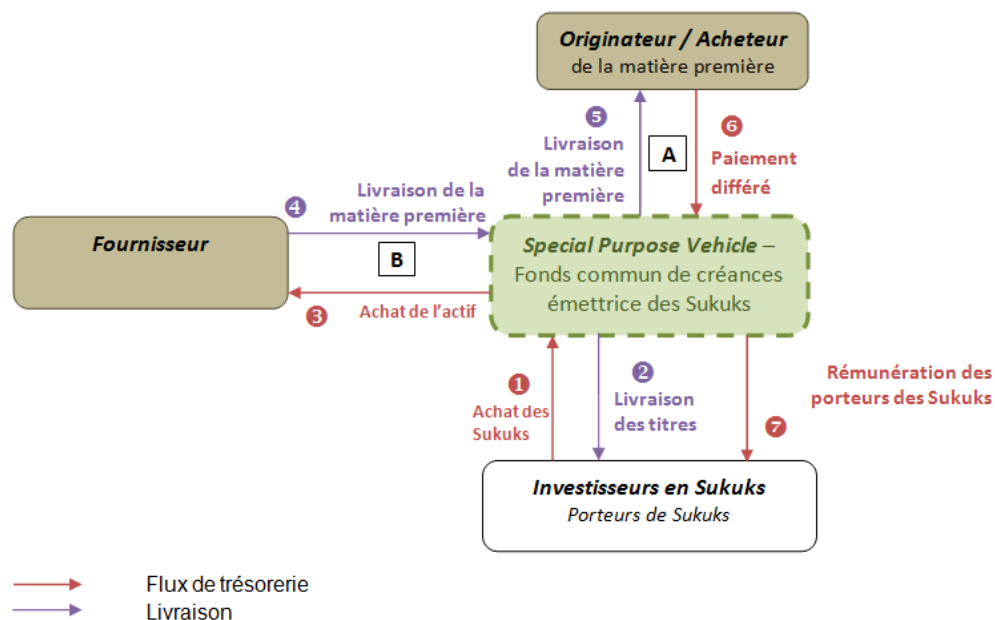


FIGURE 29 : SCHEMA DU SUKUK AL-MURABAHA

La société SPV effectue un appel aux investisseurs sur le marché. Elle émet pour cela des Sukuks sur le marché, qui ont une valeur de participation au capital de la SPV. Elle promet aux investisseurs une rémunération similaire à un zéro coupon bond.

❶ L'investisseur intéressé achète des Sukuks...

❷ ... Et la SPV lui délivre en échange des titres de participations qui font office de certificats d'investissement.

Une fois les fonds suffisants rassemblés, la SPV achète l'actif corporel que l'acheteur final lui a demandé. Dans un premier temps, elle ne dispose pas encore de cet actif. C'est la raison pour laquelle elle va s'adresser sur le marché à un vendeur...

③ ...auquel elle va acheter les matières premières en question au comptant.

④ Le vendeur livre les matières premières à la SPV.

Dès lors que la SPV rentre en possession de l'actif, elle le livre au destinataire final, initiateur de la transaction.

⑤ La SPV livre instantanément la matière première, après qu'elle s'est accordée au préalable avec l'acheteur pour un paiement différé du montant correspondant au prix du sous-jacent majoré d'une prime.

⑥ A maturité, l'acheteur règle sa dette auprès de la SPV.

⑦ La SPV redistribue ce flux de rémunération aux porteurs des Sukuks.

Documentation Contractuelle Nécessaire

Les contrats nécessaires à la structuration des Sukuks Al-Murabaha sont :

	Type de contrat	Contractants	Conséquences
A	Contrat Murabaha	Le client originateur de la Murabaha mandate la SPV pour acheter et lui livrer un bien tout de suite, sachant qu'il ne s'acquittera de son paiement que plus tard.	Les deux contreparties posent contractuellement les dates de livraison et de paiement différé, la marge facturée par la SPV etc. afin de lever toute ambiguïté.
B	Contrat d'achat-vente	La SPV achète au fournisseur le bien objet de la Murabaha en A et s'acquitte d'un paiement au comptant.	La complétion de la transaction donne lieu à un transfert de propriété de l'actif entre le fournisseur et la SPV. La SPV restera juridiquement le propriétaire du bien tant que l'originateur ne se sera pas acquitté de son versement différé.

S'agissant d'une dette (de l'originateur envers la SPV), ce Sukuk n'est pas négociable sur un marché secondaire que si et seulement s'il est revendu à sa valeur nominale et non avec une décote ou une majoration. Ceci s'explique par le principe de la finance islamique qui veut qu'il soit interdit de faire du profit sur de la dette.

2. Sukuk Al-Salam

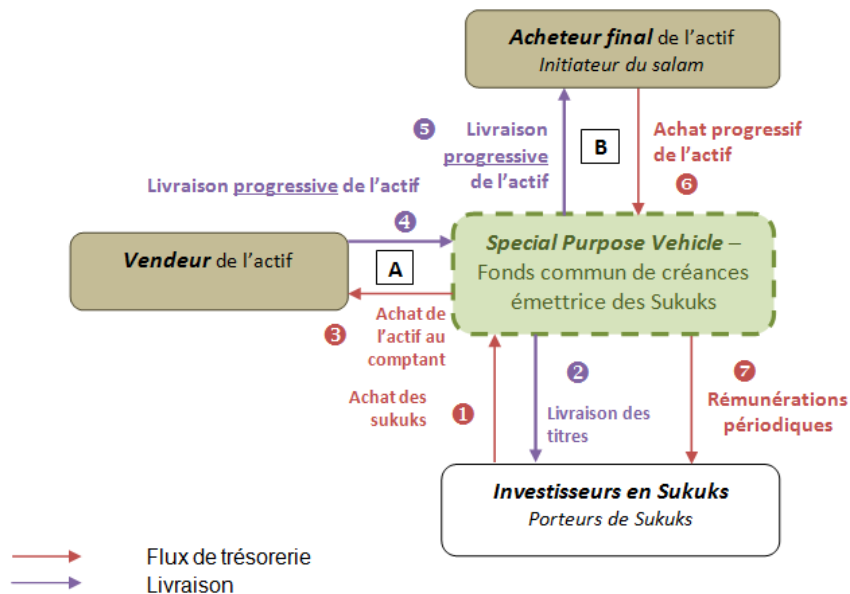


FIGURE 30 : SCHEMA DU SUKUK AL-SALAM

La société SPV effectue un appel aux investisseurs sur le marché. Elle émet pour cela des Sukuks sur le marché, qui ont une valeur de participation au capital de la SPV. Elle promet aux investisseurs une rémunération dont l'échéancier est similaire à celui d'une obligation.

- ❶ L'investisseur intéressé achète des Sukuks...
- ❷ ... Et la SPV lui délivre en échange des titres de participations qui font office de certificats d'investissement.
- Une contrepartie sollicite la SPV pour acheter à terme un actif. Cet acheteur souhaite contracter l'équivalent d'un forward (que lui vendra la SPV) afin de fixer le prix de l'actif souhaité à terme. Enfin, l'acheteur du bien ne peut jouir de la pleine propriété du bien qu'à maturité. L'acheteur final du bien et la SPV s'accordent contractuellement sur l'échéancier de livraison du bien et sur l'échéancier des paiements des Cash-flows de l'achat du sous-jacent par l'émetteur lui-même.
- ❸ La SPV achète au comptant le bien **en intégralité**.
- ❹ Le vendeur livre l'actif « par tranches » à la SPV.
- ❺ La SPV livre la tranche de l'actif sous-jacent reçue en ❹ à l'initiateur du contrat Al-Salam.
- ❻ L'acheteur verse en contrepartie de la réception de la fraction de l'actif un paiement à la SPV.
- ❼ La SPV redistribue ce paiement à ses actionnaires, en l'occurrence aux porteurs de Sukuks.

Certains événements peuvent précipiter l'échéancier prévu de livraison et provoquer la livraison intégrale du bien entre le vendeur et la SPV, puis de la SPV à l'acheteur final. Du point de vue des porteurs des Sukuks, cela correspondra à un remboursement anticipé du capital.

Notons que ce Sukuk ne peut pas être échangé sur le marché secondaire vu que cela est assimilé par les juristes à une vente de la dette prohibée par la Shari'ah.

Documentation Contractuelle Nécessaire

Les contrats nécessaires à la structuration des Sukuks Al-Salam sont :

	Type de contrat	Contractants	Conséquences
A	Contrat Salam	La SPV contracte une vente Salam avec le vendeur	Ce document donne le droit aux souscripteurs de recevoir le sous-jacent à terme, qui une fois livré, sera vendu à l'acheteur final (Initiateur du Salam), afin de générer les Cash-flows. Pour le vendeur, ce document lui permet de se financer.
B	Promesse d'achat	Garantie de l'acheteur final pour la SPV	La livraison en une seule fois de l'actif à l'acheteur ne donnerait lieu qu'à une seule redistribution de cash aux investisseurs en Sukuks (comme un zéro coupon bond). Afin d'imiter l'échéancier obligataire, la SPV va fractionner la livraison de l'actif en plusieurs fois correspondants aux échéanciers obligataires.
C	Promesse de vente (Wa'd)	Garantie de vente de la SPV à l'acheteur final.	Permet à l'acheteur final d'acheter à la SPV le sous-jacent (seulement après que le vendeur délivre physiquement ou bien constructivement le sous-jacent à la SPV)

3. Sukuk Al-Istisna'a

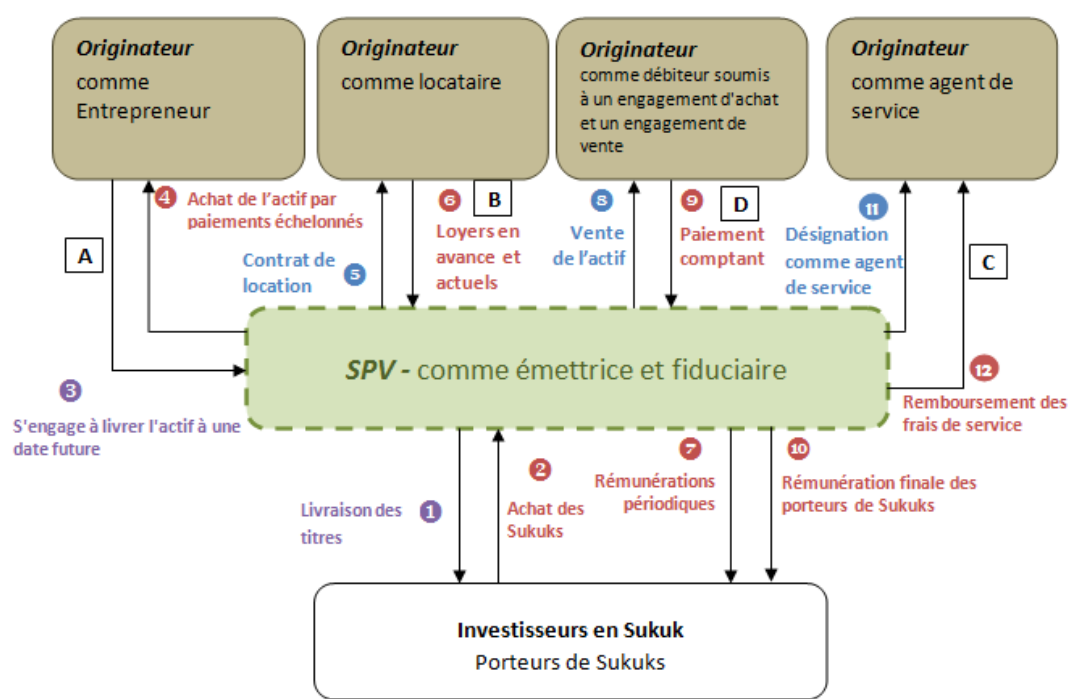


FIGURE 31 : SCHÉMA DU SUKUK AL-ISTISNA'A



- ❶ La SPV émet les Sukuks, qui représentent une part indivisible de droit de propriété dans un actif sous-jacent ou une transaction. Ils représentent également un droit de toucher de la part de la SPV un paiement périodique de coupons ainsi qu'un paiement final lors de la dissolution.
- ❷ Les investisseurs souscrivent aux Sukuks et payent le prix des titres à la SPV ("Montant principal"). La SPV déclare une fiducie sur la somme récoltée (ainsi que sur tout actif acquis en utilisant la somme récoltée). Ainsi elle agit comme fiduciaire pour le compte des investisseurs.
- ❸ L'originateur rejoint le fiduciaire dans le contrat Istisna'a, dans la mesure où, l'originateur accepte de fabriquer ou de construire certains actifs et s'engage à les délivrer à une date future. Le fiduciaire accepte de mettre à disposition ces actifs à cette date future.
- ❹ Le fiduciaire paye un prix à l'originateur (typiquement par paiements échelonnés) pour l'acquisition de l'actif à un prix égal au "Montant Principal".
- ❺ Le fiduciaire s'engage à louer l'actif à l'originateur sous un contrat bail forward (aussi connu sous le nom d'Ijarah Mawsufah fi Al-Dimmah) pour une durée globale qui reflète la maturité des Sukuks.
- ❻ L'originateur (en tant que locataire) effectue des paiements de deux sortes :
 - Loyers en avance, i.e. avant la livraison de l'actif,
 - Loyers actuels après la livraison de l'actif, à des intervalles réguliers pour le compte du fiduciaire (en tant que bailleur). Ces loyers sont égaux à la distribution périodique des Sukuks à cet instant. Ces montants peuvent être calculés par référence à un taux fixe ou variable (Par exemple : LIBOR ou EIBOR), selon la valeur nominale des Sukuks émis et sous réserve d'accord mutuel des parties à l'avance.
- ❼ La SPV émettrice assure la distribution périodique de coupons aux investisseurs en utilisant les loyers en avance qu'elle reçoit de l'originateur.
- ❽ Si la livraison des actifs a lieu au moment où se produit :
 - Un événement de défaut ou à l'échéance (sous la responsabilité du fiduciaire dans le cadre de l'engagement d'achat).
 - L'exercice d'un appel en option (S'il est applicable aux Sukuks) ou l'occurrence d'un événement d'imposition (tous les deux sous la responsabilité de l'originateur dans le cadre de l'engagement de vente).

Dans chacun de ces deux cas, le fiduciaire vend et l'originateur achète l'actif au prix applicable à l'exercice qui sera égal au Montant Principal plus les charges ou le montant des impayés des distributions périodiques de coupons qui reviennent aux investisseurs. Toute rupture intervenant avant la date de livraison de l'actif devra être traitée dans le cadre du contrat Istisna'a - avec un

remboursement ou compensation (appelé "Montant de rupture du contrat Istisna'a"). Ceci est nécessaire pour que la SPV puisse réclamer à l'originateur un montant suffisant pour couvrir le prix de dissolution (sachant que la SPV doit également rembourser à l'originateur (à titre de locataire) tous les loyers en avance payés, dans le cadre du contrat de bail).

⑨ Paiement du prix d'exercice par l'originateur (en tant que débiteur) ou, si une rupture a lieu avant la livraison de l'actif, paiement du "Montant de rupture du contrat Istisna'a" par l'originateur (en tant qu'entrepreneur).

⑩ La SPV émettrice paye le prix de dissolution aux investisseurs en utilisant le prix d'exercice (ou, si une rupture a eu lieu avant la livraison, en utilisant le "Montant de rupture du contrat Istisna'a") qu'elle aura reçu de l'originateur.

- Le fiduciaire et l'originateur entrent dans le cadre du contrat de service, par lequel le fiduciaire chargera l'originateur d'être son agent de service, dès la livraison de l'actif, pour que ce dernier puisse s'occuper de certaines obligations du fiduciaire, notamment l'obligation d'entreprendre toute action de maintenance, assurance (ou Takaful) et paiement d'impôts relatifs à l'actif. Dans ce sens, l'originateur (comme agent de service) réclame les coûts et dépenses engagés pour la réalisation de ces obligations ("Frais de services"). Le prix de loyer actuel pour la période de location ultérieure dans le cadre de la location forward sera augmenté d'un montant équivalent. Cette augmentation due par l'originateur (en tant que locataire) servira à remplir l'obligation du fiduciaire à payer les frais de service.

Documentation Contractuelle Nécessaire

Les contrats nécessaires à la structuration des Sukuks Al-Istisna'a sont :

	Type de contrat	Contractants	Conséquences
A	Contrat Istisna'a	Originateur (en tant qu'entrepreneur) et fiduciaire (en tant qu'acheteur)	Ce document émis par le fiduciaire donne la propriété de recettes générées par les actifs à une date future.
B	Contrat de location (Ijarah Mawsufah fi Al-Dimmah)	Fiduciaire (en tant que bailleur) et Originateur (en tant que locataire)	Ce contrat contient un engagement de location, de telle sorte qu'après la livraison de l'actif, le fiduciaire loue l'actif à l'originateur de la manière suivante : i. procure à l'originateur le droit de possession et d'utilisation de l'actif de tel sorte que son activité principale puisse continuer sans interruption ii. Grâce aux loyers actuels, ceci génère un profit basé sur la dette pour le fiduciaire (et les investisseurs). Avant la livraison de l'actif, des loyers en avance sont payés par l'originateur pour générer un profit basé sur la dette pour le fiduciaire (et les investisseurs)
C	Contrat de service	Fiduciaire (comme bailleur) et l'originateur (comme agent de service)	A partir de la livraison de l'actif, ceci permet au fiduciaire de transférer certaines de ses responsabilités de maintenance, assurance (ou Takaful) et paiement d'impôts (les obligations du propriétaire) à l'originateur. Les remboursements et frais de services sont compris dans (i) en ajoutant un loyer supplémentaire dans le contrat de location ou (ii) en ajoutant un montant supplémentaire dans le prix

			d'exercice (payable dans le cadre de l'engagement d'achat ou l'engagement de vente).
D	Engagement d'achat (Wa'd)	Garanti par l'originateur (en tant que débiteur) en faveur du fiduciaire	Ceci permet au fiduciaire de vendre l'actif à l'originateur si un événement de défaut se produit ou à échéance. L'originateur est obligé de payer tous les montants manquants (dans le prix d'exercice) afin que le fiduciaire puisse payer les investisseurs. S'applique uniquement à partir de la livraison de l'actif.
E	Engagement de vente (Wa'd)	Garanti par le fiduciaire en faveur de l'originateur (en tant que débiteur)	Permet à l'originateur d'acheter l'actif du fiduciaire dans des circonstances limitées (exemple : l'occurrence d'un événement lié à l'imposition). Dans ce cas, l'originateur doit payer tous les montants manquants (dans le prix d'exercice) afin que le fiduciaire puisse payer les investisseurs. S'applique uniquement à partir de la livraison de l'actif.

II. Sukuk Lease-Based

1. Sukuk Al-Ijarah

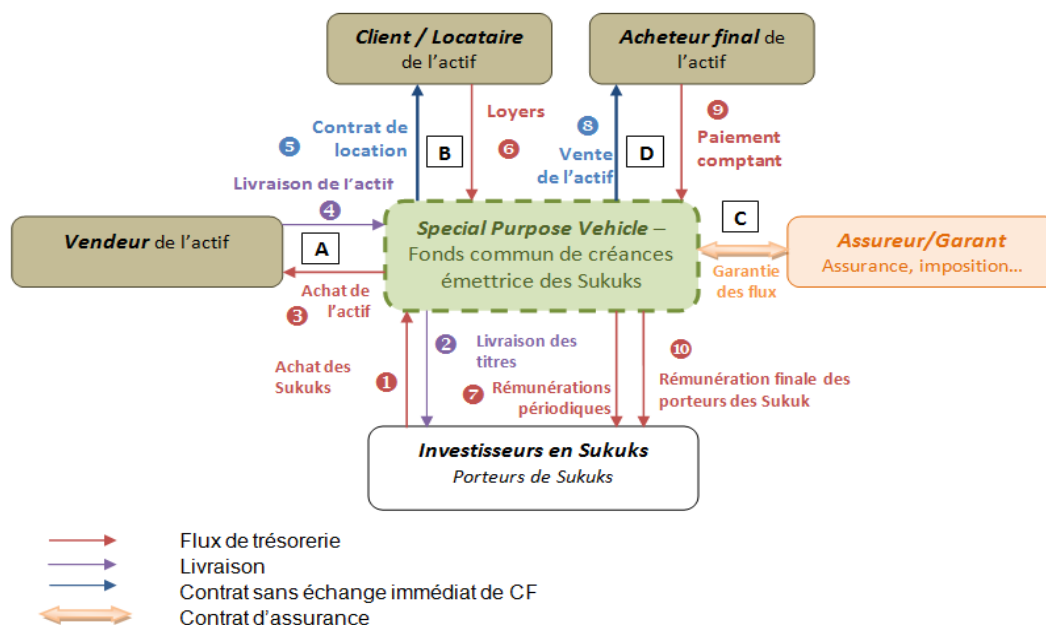


FIGURE 32 : SCHÉMA DU SUKUK AL-IJARAH

La société SPV effectue un appel aux investisseurs sur le marché. Elle émet pour cela des Sukuks sur le marché, qui ont une valeur de participation au capital de la SPV. Elle promet aux investisseurs une rémunération dont l'échéancier est similaire à celui d'une obligation.

❶ L'investisseur intéressé achète des Sukuks...

② ... Et la SPV lui délivre en échange des titres de participations qui font office de certificats d'investissement.

Une fois les fonds suffisants rassemblés, la SPV achète un actif sous-jacent susceptible d'être loué à une contrepartie. Dans un premier temps, elle ne dispose pas encore de cet actif. C'est la raison pour laquelle elle va s'adresser sur le marché à un vendeur...

③ ...auquel elle va acheter le bien en question au comptant.

④ Le vendeur livre l'actif à la SPV.

La SPV est désormais propriétaire de l'actif et doit assumer les risques liés à cette propriété. Elle loue l'actif à un locataire puis à terme revend l'actif. Ce sont tous les flux de trésorerie dont la SPV va bénéficier qui vont financer les redistributions périodiques aux porteurs de Sukuks.

⑤ La SPV conclut un contrat de location avec la contrepartie et lui livre le bien. Si le bien est immobilier, la contrepartie va occuper les lieux et verser un loyer au propriétaire, en l'occurrence la SPV.

⑥ A échéance régulière, la SPV perçoit des loyers.

⑦ La SPV redistribue ces loyers à ces actionnaires, en l'occurrence aux porteurs de Sukuks.

En raison de l'incertitude liée à la perception des loyers et au montage financier en général, la SPV a la possibilité d'avoir recours à un garant, qui s'occupera également de traiter les charges liées aux questions de propriété.

⑧ Au terme du contrat de location, la SPV revend l'actif soit au locataire mentionné en ⑤ soit à une tierce contrepartie.

⑨ L'acheteur de l'actif verse au comptant le montant de la transaction à la SPV...

⑩ ... qui le reverse aux porteurs des Sukuks (CF de remboursement final).

Documentation Contractuelle Nécessaire

Les modalités de structuration d'une Ijarah sont définies dans l'AAOIFI Shari'ah Standard #9

Les contrats nécessaires à la structuration des Sukuks Al-Ijarah sont :

	Type de contrat	Contractants	Conséquences
A	Contrat d'achat-vente	La SPV est acheteuse de l'actif à une contrepartie vendeuse.	A la signature du contrat, la SPV devient propriétaire de l'actif, source de profit. Le montant versé au vendeur a été financé par les fonds apportés par les porteurs de Sukuks.
B	Contrat de location	Le client s'engage dans un contrat de location de l'actif auprès de la SPV avec option facultative de rachat à maturité (crédit-bail).	Le sous-jacent peut-être un bien immobilier, un outil de production etc. La SPV est toujours propriétaire de l'actif et à ce titre perçoit les revenus de la location.
C	Contrat de gestion	La SPV délègue à un agent financier externe la responsabilité fiscale, d'assurance et d'entretien du sous-jacent.	Permet à la SPV de transférer au gérant la responsabilité liée aux paiements relatifs à la maintenance, l'assurance islamique (Takaful) et autres paiements et charges supplémentaires (Taxes..).



Al-Khawarizmi Group

D	Promesse de remboursement du capital	La SPV doit impérativement revendre l'actif à un acheteur à maturité. Cette contrepartie acheteuse peut être l'ancien locataire du bien.	Le remboursement de l'actif peut être anticipé en cas de détérioration (ex : incendie de l'immeuble, panne de machine) qui entraînerait une cessation de versement de loyers. Cette promesse de revente permet d'assurer le paiement du flux final aux porteurs de Sukuks.
---	--------------------------------------	--	--

III. Equity-Based Sukuk

1. Sukuk Al-Mudharaba

Les Sukuks de Al-Mudharaba sont des outils d'investissement qui divisent le capital de la Mudharaba en plusieurs unités inscrites sous le nom des porteurs de Sukuks, qui sont considérés comme détenteurs des actifs du capital de la Mudharaba et de tous les bénéfices et rendements proportionnellement au pourcentage investis dans la Mudharaba.

La SPV joue alors le rôle de Rab Al-Mal, et les investisseurs sont alors copropriétaires sans pouvoir intervenir dans la gestion qui est confiée au Mudharib. La participation du Mudharib avec son travail et son savoir-faire, et celle des porteurs des Sukuks avec le Cash investi dans le capital de la SPV permettrait par la suite de rémunérer les deux parties sur une base préalablement établies dans le contrat.

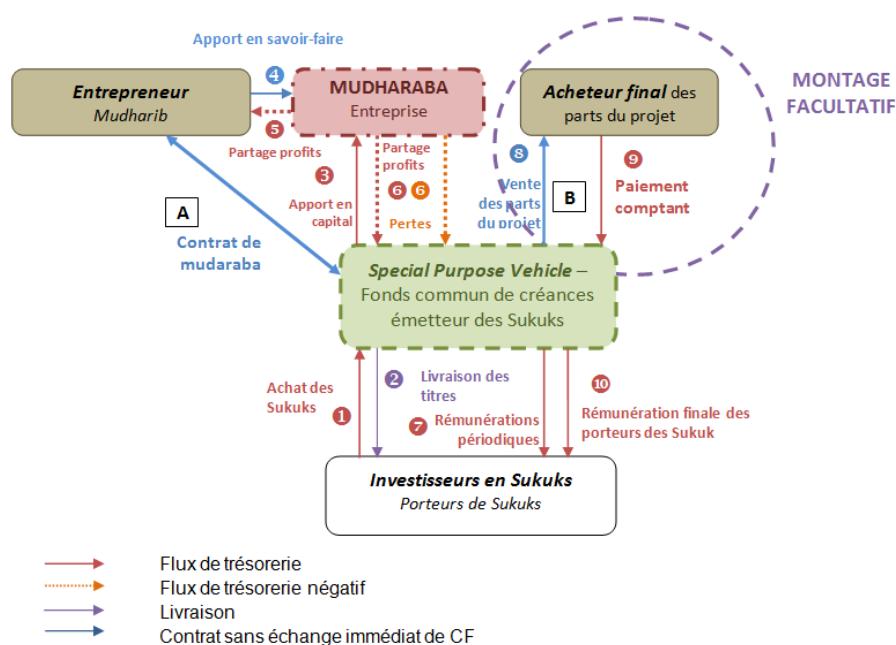


FIGURE 33 : SCHÉMA DU SUKUK AL-MUDHARABA

La société SPV effectue un appel aux investisseurs sur le marché. Elle émet pour cela des Sukuks qui ont une valeur de participation au capital de la SPV. Elle promet aux investisseurs une rémunération dont l'échéancier est similaire à celui d'une obligation.

La Mudharaba étant un contrat participatif, le sous-jacent est un projet dont la rentabilité n'est pas garantie à priori. Dans le cas de la Mudharaba, le financier du projet (ici la SPV) s'engage contractuellement à assumer l'intégralité des pertes si le projet financé est déficitaire. Le partage des profits est en revanche contractuellement statué.

❶ L'investisseur intéressé achète des Sukuks...

❷ ... Et la SPV lui délivre en échange des titres de participations qui font office de certificats d'investissement.

La SPV s'arrange contractuellement avec un partenaire (le Mudharib) en manque de financement pour son projet. La SPV lui apporte des fonds tandis que lui contribue dans le projet avec son expertise et son travail. Lors de la signature du contrat sont déterminés la répartition des profits entre la SPV et le Mudharib, la durée prévue du partenariat ainsi que ses modalités d'interruption. Les pertes seront exclusivement à la charge de la SPV, et donc des porteurs de Sukuks.

③ La SPV emploie les fonds récoltés grâce à son émission des Sukuks pour financer le projet.

④ Le partenaire, initiateur du projet, apporte son savoir-faire.

Au fil de l'activité économique du partenariat, à échéances régulières, l'entreprise génère des revenus, ou éventuellement des pertes.

⑤ Une partie de ces revenus est redistribuée au Mudharib comme convenu contractuellement.

⑥ Une partie de ces revenus est redistribuée à la SPV comme convenu contractuellement. S'il s'agit de pertes, la SPV devra intégralement les assumer.

⑦ La SPV répercute les gains/pertes immédiatement aux porteurs de Sukuks. S'il s'agit de pertes, ces derniers se doivent, sauf cas prévu contractuellement, d'assumer les pertes.

⑧ Au terme du contrat de Mudharaba, la SPV revend ses parts de partenariat à une tierce partie. En général, l'acheteur final est le Mudharib lui-même.

⑨ L'acheteur de l'actif verse au comptant le montant de la transaction à la SPV...

⑩ ... qui le reverse aux porteurs de Sukuks (CF de remboursement final).

Documentation Contractuelle Nécessaire

Les contrats nécessaires à la structuration des Sukuks Al-Mudharaba sont :

	Type de contrat	Contractants	Conséquences
A	Contrat de financement (Mudharaba)	La SPV finance le projet d'un entrepreneur.	La signature du contrat accorde un droit de propriété des détenteurs des Sukuks sur le projet financé en partenariat, ce qui leur garantit un ayant-droit aux profits. Le Mudharib perçoit les fonds dès lors qu'il s'est engagé dans le contrat de financement.
B	Promesse d'achat-vente (Wa'd) FACULTATIVE	La SPV doit impérativement revendre ses parts du projet à un acheteur à maturité. Cette contrepartie acheteuse peut être le Mudharib lui-même.	Le remboursement de l'actif peut être anticipé en cas d'événement corporate (ex : faillite du projet) qui entraînerait une cessation de flux de rémunérations. Cette promesse de revente permet d'assurer le paiement du flux final aux détenteurs de Sukuks.

2. Sukuk Al-Musharaka

La seule différence notable entre les contrats de Mudharaba et de Musharaka se manifeste dans la relation entre le gestionnaire du projet et les porteurs de Sukuks.

La SPV, qui est désignée comme entité de gestion du projet collecte les participations des investisseurs, et le Musharik, qui est en pratique la banque islamique, participe généralement par des lots de terrains ou des biens immobiliers dans le contrat de la Musharaka. Il est à noter que les investisseurs peuvent participer dans la gestion du projet sans y interférer excessivement.

La SPV émet des Sukuks de Al-Musharaka avec des dates de maturités fixes.

A l'émission des Sukuks la SPV partage les profits avec les investisseurs (généralement coupon = Libor + X points de base) sur une base semi-annuelle par exemple. Lorsque le projet génère des profits supérieurs au coupon convenu, les investisseurs perçoivent juste le coupon.

Exemple :

Une banque islamique voudrait lever des fonds pour la construction de bureaux dans un lot de terrains qu'elle possède par le biais de Sukuks Al-Musharaka. Le terrain coûte 10 M€ et la construction coûterait à peu près 90 M€. L'émission des Sukuks Al-Musharaka dans le marché est cotée avec un coupon fixe de 6% et un nominal de 100 M€.

A chaque période, on peut avoir trois scénarios :

- Le projet génère assez de bénéfices pour payer les coupons $6\% \times 6/12 \times 100 \text{ M€} = 3 \text{ M€}$ distribué. Les investisseurs reçoivent 9/10 de $3 \text{ M€} = 2,7 \text{ M€}$ et la banque reçoit 0,3 M€ ;
- Le projet génère un profit supérieur au coupon, par exemple 5 M€. Dans ce cas les investisseurs recevront 2,7 M€ et la banque 2 M€ + 0,3 M€ ;
- Le projet ne génère pas assez de profits (2 M€) : la banque reçoit alors 0,2 M€ et les investisseurs 1,8 M€.

L'exemple montré ci-dessus n'est qu'un modèle simplifié, en réalité un compte de réserves est créé pour accumuler à chaque date de détachement du coupon, les éventuels profits excédant la valeur du coupon. Ainsi, en cas d'insuffisance de profits pendant une période future, le gérant fait appel à ce compte pour compenser au maximum le déficit et payer exactement la valeur du coupon si le montant des réserves le permet. Si à la maturité des Sukuks, il reste encore du Cash dans le compte de réserves, il pourrait être utilisé pour compenser le déficit éventuel au remboursement du nominal des Sukuks, et s'il en reste encore après le remboursement du nominal, il pourrait être attribué au gérant (la banque islamique) en tant que prime sur le résultat. Les différentes modalités de gestion du compte des réserves doivent être précisément décrites dans le contrat d'émission des Sukuks.

On note que l'attribution systématique au gérant, du restant dans le compte de réserves à maturité sous forme de prime, rencontre des objections auprès de certains juriconsultes, qui optent plus à ce que la liquidation des réserves soient d'une manière participative comme tout profit durant la vie des Sukuks ou à ce que la prime soit un pourcentage raisonnable du Cash restant (autour de 10% pour certains).

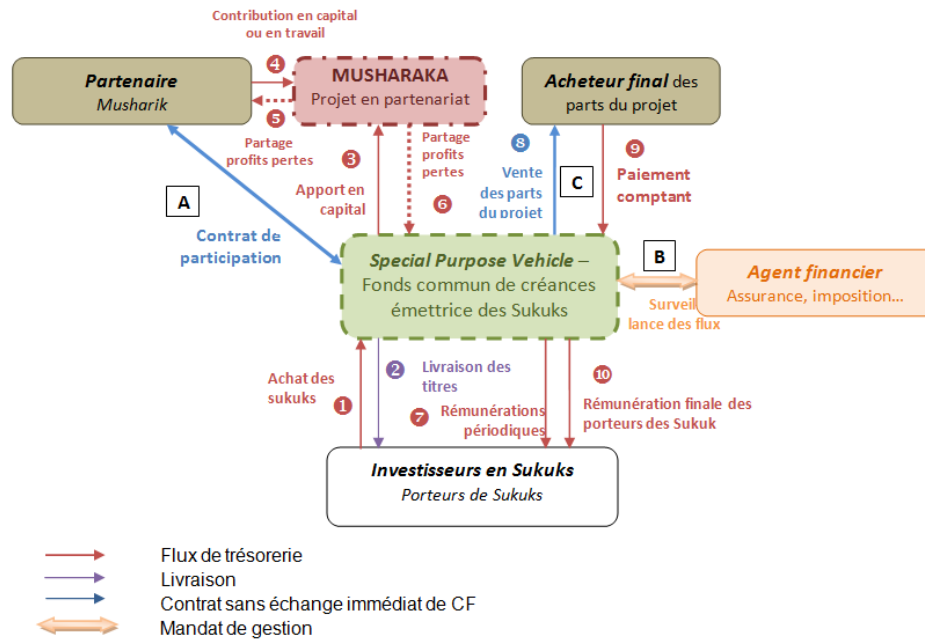


FIGURE 34: SCHÉMA DU SUKUK AL-MUSHARAKA

La société SPV effectue un appel aux investisseurs sur le marché. Elle émet pour cela des Sukuks qui ont une valeur de participation au capital de la SPV. Elle promet aux investisseurs une rémunération dont l'échéancier est similaire à celui d'une obligation.

Comme la particularité de la Musharaka est que le financier peut en cas de piètre performance de l'actif financé amortir les pertes du projet, les détenteurs d'un Sukuk Al-Musharaka doivent être avertis de la possibilité de devoir financer les pertes au cours de la durée du Sukuk.

❶ L'investisseur intéressé achète des Sukuks...

❷ ... Et la SPV lui délivre en échange des titres de participations qui font office de certificats d'investissement.

La SPV s'arrange contractuellement avec un partenaire (le Musharik) en manque de financement pour son projet. La SPV lui apporte des fonds là où le Musharik apportera sa contribution en travail et en capital. Lors de la signature du contrat sont déterminés la répartition des profits entre la SPV et le Musharik, la durée prévue du partenariat ainsi que ses modalités d'interruption. Les pertes seront partagées impérativement en proportion de l'apport initial en capital des deux partenaires.

❸ La SPV emploie les fonds récoltés grâce à son émission de Sukuks pour apporter sa contribution en capital au projet.

❹ Le partenaire, initiateur du projet, contribue en capital et en travail en accord avec les modalités définies lors de la signature du contrat de Musharaka.

Au fil de l'activité économique du partenariat, à échéances régulières, l'entreprise génère des revenus, ou éventuellement des pertes.

- ⑤ Une partie de ces revenus est redistribuée au partenaire comme convenu contractuellement. S'il s'agit de pertes, elles incombent au partenaire à hauteur de son apport en capital.
- ⑥ Une partie de ces revenus est redistribuée à la SPV comme convenu contractuellement. S'il s'agit de pertes, elles lui incombent à hauteur de son apport en capital dans la Musharaka.
- ⑦ La SPV répercute les gains/pertes immédiatement aux porteurs de Sukuks. S'il s'agit de pertes, les porteurs des Sukuks se doivent, sauf cas prévu contractuellement, d'amortir les pertes.
- ⑧ Au terme du contrat de Musharaka, la SPV revend ses parts du partenariat à une tierce partie. Il arrive très souvent que cet acheteur final soit le Musharik lui-même.
- ⑨ L'acheteur de l'actif verse au comptant le montant de la transaction à la SPV...
- ⑩ ... qui le reverse aux porteurs des Sukuks (CF de remboursement final).

Documentation Contractuelle Nécessaire

Les modalités de la Musharaka sont définies dans l'AAOIFI Shari'ah Standard #12

Les contrats nécessaires à la structuration des Sukuks Al-Musharaka sont :

	Type de contrat	Contractants	Conséquences
A	Contrat de partenariat (Musharaka)	La SPV s'associe avec un partenaire pour concrétiser un projet.	La signature du contrat accorde un droit de propriété aux porteurs des Sukuks sur le projet financé en partenariat, ce qui leur garantit un ayant-droit aux profits. Le Musharik perçoit les fonds dès lors qu'il s'est engagé dans le contrat de partenariat.
B	Contrat de gestion	La SPV délègue à un agent financier externe la responsabilité fiscale et la surveillance des actifs engagés.	L'agent financier externe est mandaté pour suivre les actifs engagés dans la Musharaka.
C	Promesse d'achat-vente	La SPV doit impérativement revendre ses parts du projet à un acheteur à maturité. Cette contrepartie acheteuse peut être le partenaire lui-même.	Le remboursement de l'actif peut être anticipé en cas d'événement corporate (ex : faillite du projet) qui entraînerait une cessation de flux de rémunérations. Cette promesse de revente permet d'assurer le paiement du flux final aux porteurs des Sukuks.

3. Sukuk Al-Wakala

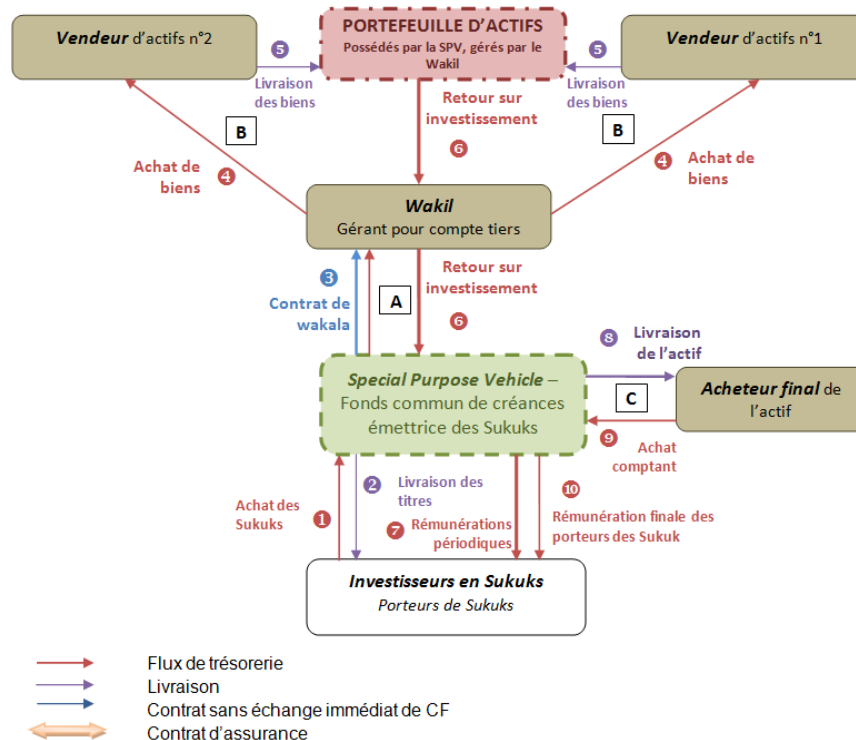


FIGURE 35: SCHEMA DU SUKUK AL-WAKALA

La société SPV effectue un appel aux investisseurs sur le marché. Elle émet pour cela des Sukuks qui ont une valeur de participation au capital de la SPV. Elle promet aux investisseurs une rémunération dont l'échéancier est similaire à celui d'une obligation.

Les coupons des Sukuks seront financés par le rendement d'actifs dans lesquels un gérant pour compte tiers (le Wakil) aura investi.

❶ L'investisseur intéressé achète des Sukuks...

❷ ... Et la SPV lui délivre en échange des titres de participations qui font office de certificats d'investissement.

Une fois les fonds suffisants rassemblés, la SPV mandate un agent intermédiaire qui va se charger d'investir tous les fonds rassemblés dans un pool d'actifs, dont la composition doit répondre à certaines conditions. En effet, les actifs en question doivent être compatibles avec la Shari'ah, et un minimum de 50% du portefeuille doit comporter des actifs tangibles.

❸ Un Wakil est mandaté par la SPV pour investir les fonds rassemblés. Le Wakil perçoit le montant...

❹ ... qu'il investit dans des actifs compatibles avec la Shari'ah. La SPV devient propriétaire d'une série d'actifs achetés très souvent à des contreparties différentes.

❺ Les contreparties vendeuses livrent les actifs au Wakil.

⑥ Les actifs dans lesquels a investi le Wakil sous le mandat de la SPV produisent des bénéfices. Ce sont ces bénéfices qui servent à rémunérer les porteurs de Sukuks. Le gérant pour compte tiers se charge de rassembler les rendements et les reverse à la SPV...

⑦ ... qui les reverse aux porteurs de Sukuks.

⑧ A échéance, le pool d'actifs, propriété juridique de la SPV, est revendu à un acheteur...

⑨ ... qui paie au comptant le transfert de propriété d'actifs.

⑩ Cette vente du pool d'actifs sous-jacents va assurer le versement du coupon final aux porteurs de Sukuks.

Documentation Contractuelle Nécessaire

Les contrats nécessaires à la structuration des Sukuks Al-Wakala sont :

	Type de contrat	Contractants	Conséquences
A	Contrat de Wakala (délégation)	La SPV mandate un Wakil (gérant pour compte tiers) pour gérer un capital.	A la signature du contrat, la SPV confie ses fonds à un gérant extérieur. Le contrat de Wakala stipule les frais de gestion, la durée du contrat ainsi que les modalités de rupture de contrat. Il définit enfin quels sont les actifs dans lesquels le Wakil peut investir.
B	Contrat d'achat-vente	Le Wakil, au nom de la SPV, achète des biens à des contreparties vendeuses avec le capital de la SPV.	Les actifs achetés doivent respecter les principes fondamentaux de la Shari'ah, et un quota minimum de 50% d'actifs tangibles est requis.
C	Promesse de remboursement du capital	La SPV doit impérativement revendre l'actif à un acheteur à maturité	Le remboursement de l'actif peut être anticipé dans certains cas, soigneusement détaillés dans le contrat. Cette promesse de revente permet d'assurer le paiement du flux final aux porteurs des Sukuks.

4. Sukuk Al-Istithmar

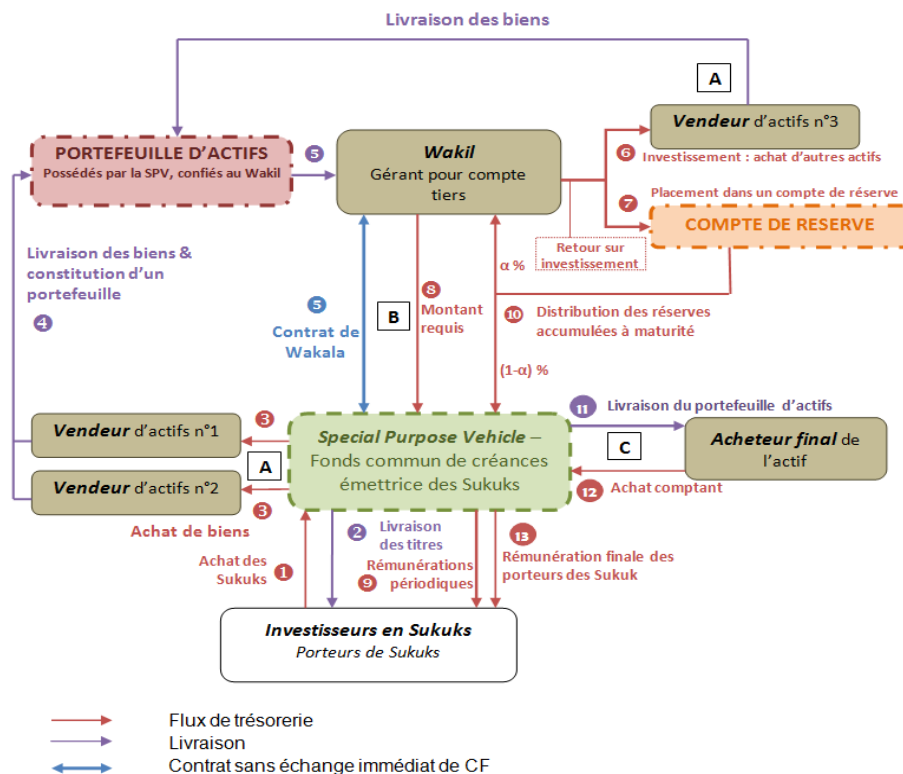


FIGURE 36 : SCHEMA DU SUKUK AL-ISTITHMAR

La société SPV effectue un appel aux investisseurs sur le marché. Elle émet pour cela des Sukuks qui ont une valeur de participation au capital de la SPV. Elle promet aux investisseurs une rémunération dont l'échéancier est similaire à celui d'une obligation.

① L'investisseur intéressé achète des Sukuks...

② ... Et la SPV lui délivre en échange des titres de participations qui font office de certificats d'investissement.

③ La SPV emploie les fonds levés pour acheter des actifs auprès de différents vendeurs. Les actifs sont en général des biens tangibles, mais peuvent également être, sous réserve de ne pas être de la dette pure, des Cash-Flows rémunérateurs de contrats islamiques type Ijarah, Murabaha ou Istisna'a.

④ Les actifs achetés sont regroupés au sein d'un portefeuille, dont la SPV est la propriétaire.

⑤ Soucieuse d'assurer une bonne gestion des actifs mais sans y prendre part directement, elle mandate un gestionnaire d'actifs, ou Wakil, auquel elle confie le portefeuille. De fait, la SPV lui livre la responsabilité du portefeuille et lui confie la charge de collecter les revenus des différents sous-jacents, dans le but de les lui rétribuer à échéances régulières (⑧).

Les éventuels revenus collectés peuvent faire l'objet d'un choix stratégique incombant au Wakil.

- ⑥ Soit les revenus collectés sont réinvestis dans l'achat d'autres actifs rémunérateurs. Pour ce faire, le gestionnaire contacte un vendeur qui lui livrera le bien. Le bien vient rejoindre le portefeuille d'actifs déjà existant.
- ⑦ Soit les revenus collectés sont déposés sur un compte de réserves, en prévision des mauvaises années.
- ⑧ A échéances régulières, le Wakil verse des Cash-Flows de rémunération à la SPV. Le montant des versements (le « montant requis ») est fixé lors de la signature du contrat de Wakala.
- ⑨ La SPV paie les coupons périodiques aux investisseurs en utilisant les revenus qu'elle a reçus de l'émetteur.

Lorsque les Sukuks arrivent à maturité :

- ⑩ Le compte de réserve n'a plus vocation à exister et doit être dissout. Le montant restant est réparti entre le Wakil (à hauteur de α %) et la SPV (à hauteur de $(1-\alpha)$ %), la clé de répartition étant contractuellement établie lors de la signature de la Wakala.
- ⑪ Le portefeuille d'actifs est livré dans son intégralité à un acheteur...
- ⑫ ... qui règle au comptant.
- ⑬ La vente du portefeuille d'actifs permet de financer la rémunération finale des porteurs de Sukuks.

Documentation Contractuelle Nécessaire

Les contrats nécessaires à la structuration des Sukuks Al-Istithmar sont :

	Type de contrat	Contractants	Conséquences
A	Contrat d'achat-vente	La SPV est acheteuse de l'actif à une contrepartie vendeuse.	A la signature du contrat, la SPV devient propriétaire de l'actif, source de profit. Le montant versé au vendeur a été financé par les fonds apportés par les détenteurs de Sukuks.
B	Contrat de Wakala (délégation)	La SPV mandate un Wakil (gérant pour compte tiers) pour la gestion de son portefeuille d'actifs.	A la signature du contrat, la SPV confie ses actifs à un gérant extérieur. Le contrat de Wakala stipule les frais de gestion, la durée du contrat ainsi que les modalités de rupture de contrat. Il définit enfin quels sont les actifs dans lesquels le Wakil peut investir, et la proportion de répartition du compte de réserve lors de la dissolution.
C	Promesse d'achat-vente	La SPV doit impérativement revendre l'actif à un acheteur à maturité. Cette contrepartie acheteuse s'engage à racheter le portefeuille d'actifs à maturité.	Cette promesse de revente permet d'assurer le paiement du flux final aux porteurs des Sukuks.

CHAPITRE 3

Les Sukuks : problématiques juridiques

Ce chapitre présente les principales problématiques juridiques spécifiques aux Sukuks. Nous avons vu dans le premier chapitre que l'AAOIFI définit les Sukuks comme étant des titres de copropriété représentatifs d'un actif tangible. Il s'avère nécessaire d'analyser soigneusement les notions de propriété et de garantie des actifs que nous allons aborder respectivement dans la première et la deuxième sous-partie de ce chapitre.

Les Sukuks, étant des instruments proches des ABS (Asset-Backed Securities), ont largement bénéficié du cadre réglementaire de la titrisation en finance conventionnelle. De ce fait, la troisième partie du chapitre traite des spécificités de la titrisation en finance islamique. Pour conclure ce chapitre, nous ferons un focus spécial sur les Sukuks de type Al-Ijarah, vu que ce sont les Sukuks les plus répandus dans le marché.

I. Sukuks et droit de propriété

Pendant la crise financière de 2008, un des premiers défauts des Sukuks vit le jour : la notion de propriété des actifs sous-jacents était confuse. Certains investisseurs pensaient avoir un titre de propriété sur les actifs sous-jacents, alors que d'autres pensaient à tort, être des créanciers avec un droit préférentiel par rapport aux autres créanciers. D'autres encore pensaient que la propriété des actifs rendait leurs titres plus sécurisés que les obligations conventionnelles.

Un des problèmes majeurs des Sukuks, est que les lois locales des pays émetteurs ne sont pas toujours en adéquation avec la Shari'ah, ce qui requiert un aménagement réglementaire et fiscal afin d'assurer la bonne application des concepts de la finance islamique.

Rappelons que selon l'AAOIFI, les Sukuks sont des titres de valeurs identiques qui représentent des parts indivisées de propriété de biens, d'usufruit ou de services, mais aussi des parts d'actifs tangibles d'un projet bien déterminé ou d'une activité d'investissement privé. En 2009, l'IFSB (Islamic Financial Services Board) a distingué deux grandes catégories de Sukuks : Asset-Based et Asset-Backed.

Les Sukuks Asset-Based se rapprochent des obligations conventionnelles, qui sont des titres de créances n'offrant aucun droit de propriété explicite sur les actifs. Par contre, les Sukuks Asset-Backed, sur les marchés offrent un recours explicite de propriété sur les actifs.

5. La propriété dans la logique des marchés

Les Sukuks sont communément structurés sous la loi Anglaise. Dans cette législation, le droit de propriété des actifs sous-jacents est classé en deux catégories : legal property et beneficial property. La propriété légale donne droit aux titres des actifs contrairement à la propriété du bénéfice qui donne seulement un certain droit d'exploitation sur les actifs sans leurs titres légaux. Il est important que les investisseurs sachent qui détient le titre légal et qui détient la propriété du bénéfice. C'est en fait, cette distinction qui permet de déterminer en cas de défaut, la priorité

des investisseurs, et les droits aux actifs. Le transfert de propriété se concrétise par l'enregistrement de ce dernier dans le book de l'investisseur : les actifs sont réellement vendus aux détenteurs des Sukuks que s'ils n'apparaissent plus dans le bilan comptable de l'émetteur.

La propriété dans la Shari'ah

La structure la plus commune des Sukuks implique conjointement la vente d'un bien et son leasing. Le bien en question doit remplir toutes les conditions d'éligibilité en matière de vente et de leasing. La vente et le leasing successifs se font par l'intermédiaire d'une société créée spécialement à cet effet, appelée Special Purpose Vehicle (SPV). Par conséquent, il est important que cette entité qui émet les certificats d'investissement (Sukuks) puisse entreprendre ces deux types d'opérations. Les Sukuks sont des certificats d'investissement représentant une participation proportionnelle dans la détention de la propriété des actifs tangibles sous-jacents, et permettent d'obtenir une rémunération régulière basée sur la performance des actifs sous-jacents financés. Il est donc, crucial de déterminer comment la part de propriété de chaque investisseur est définie, au travers de la SPV.

Dans la Shari'ah, il existe plusieurs types de propriété. Nous analyserons brièvement le traitement de la propriété à la lumière de la jurisprudence musulmane classique.

Notion de propriété :

L'article 125 de Majallat Al-Ahkam Al-'Adlia (code civil de l'ancien empire ottoman dans le 19ème et début du 20ème siècle basé sur la Shari'ah) définit un bien possédé comme étant « toute chose détenue par un être humain, qu'il s'agisse d'une propriété particulière, ou de l'usufruit d'une propriété ». Puisque certaines propriétés comme les rivières, les parcs et les infrastructures publiques ne peuvent faire l'objet d'une propriété privée, les caractéristiques de tout objet ou de toute propriété possédée, doivent être étudiées au cas par cas pour savoir si elles peuvent être reprises dans un contrat jugé conforme. Bien que la définition de la Majalla restreigne le droit de propriété à des humains, les jurisconsultes modernes ont permis aux entreprises de posséder des biens mais aussi des droits d'usufruits.

Tandis que la jurisprudence moderne envisage la propriété comme un amas de droits qui peuvent être acquis tant par des personnes physiques que par des personnes morales, la jurisprudence islamique classique ne reconnaît pas la propriété totale et partielle qu'en terme de séparation entre la nue-propriété du bien (Raqaba) et son usufruit (Manfa'a). Les jurisconsultes musulmans considèrent donc que la propriété d'un bien et son usufruit forment un droit global de propriété alors que la détention d'un droit sans l'autre ne représente qu'un droit partiel de propriété.

Pour qu'un objet soit qualifié de propriété (Mal, en arabe) au sens de la loi islamique, il doit satisfaire les deux conditions suivantes :

- 1°) La possibilité d'une détention physique.
- 2°) Avoir des usages bénéfiques potentiels.

La première condition implique qu'il est impossible de qualifier de propriété des actifs intangibles tels que la connaissance, le savoir ou la santé. Dans cette optique, lorsqu'on rémunère un médecin, c'est bien pour l'effort et l'aide apportés et non pas pour d'éventuels biens donnés. La seconde condition assure que les objets constituant une propriété, ont une valeur certaine.

Propriétés valorisées et non valorisées

Les juristes classiques établissent une classification supplémentaire de la propriété (Mal) selon un système binaire de hiérarchies dont nous citons les plus importantes :

Premièrement, ils catégorisent une propriété selon qu'elle soit :

- 1) Valorisée par son possesseur (Mal Mutaqawwam), si elle est détenue à titre privé et qu'elle est utilisée de manière conforme à la Shari'ah.
- 2) Non valorisée (Mal Ghayr Mutaqawwam).

La seconde catégorie inclut les deux sous-catégories suivantes :

- 2 .1) Les biens qui n'appartiennent à personne spécifiquement, autrement dit les biens publics.
- 2 .2) Les biens dont l'usage, dans les conditions normales, n'est pas permis par l'islam (par exemple les vignes pour faire du vin et les élevages de porcs).

Les contrats qui concernent soit un transfert total, soit un transfert partiel de propriété, respectivement les ventes et les leasings, sont autorisés pour les biens valorisés mais non pour les biens non valorisés.

Quant à l'usufruit (Manfa'a) d'un bien faisant partie intégrante d'une propriété mise en vente, certains juristes ont estimé que le contrat de leasing subséquent pouvait être requalifié en tant que vente d'un usufruit. Notons que puisque c'est le bailleur qui est le propriétaire, s'il y a nécessité d'assurer ledit mobilier ou immobilier par exemple, alors c'est au bailleur de prendre en charge une police d'assurance (Takaful). Cette responsabilité ne repose pas sur le locataire. Ce dernier ne possède pas, en effet, ledit mobilier ou immobilier, mais il jouit de l'usufruit qui constitue un 'trust' (confiance-amanah) entre ses mains. Ainsi, si ledit mobilier en bail est détruit de par des moyens hors de sa volonté, le locataire ne sera pas responsable de la perte. Si le locataire est responsable du tort commis, alors il sera appelé à rembourser au propriétaire le montant correspondant à la valeur actuelle du mobilier ou les frais liés à sa réparation.

Pleine propriété, nue-propriété et usufruit :

La pleine propriété désigne la propriété au sens commun du terme, et celle-ci se décompose selon la formule suivante :

$$\text{Pleine Propriété} = \text{Nue-propriété} + \text{Usufruit}$$

Notons que l'on peut transférer indépendamment la nue-propriété ou l'usufruit par un acte de vente ou de bail. Voici quelques exemples pour expliciter cette notion :

- Transfert de la nue-propriété : Vente avec réserve d'usufruit, vente d'un bien déjà loué à une tierce partie...
- Transfert de l'usufruit : Bail
- Transfert des deux composantes (de la pleine propriété) : Vente normale

Caractère transportable

Les biens peuvent ensuite être distingués selon qu'ils sont :

- Immeubles (*'aqar*)
- Transportables ou du moins facilement transportables (*Manqul*)

Le statut légal d'un certain nombre de transactions est affecté par le caractère transportable d'une propriété. Une distinction importante basée sur le caractère transportable d'un bien concerne les droits de préemption (*Haqq Al-Shuf'a*, il s'agit du droit d'acquérir un bien mis en vente par préférence à l'acquéreur éventuel) qui ne sont considérés comme licites que dans le cas des immeubles. Cela peut aussi avoir des conséquences légales pour les opérations de vente et de rachat, dans lesquelles les propriétaires des biens adjacents peuvent avoir un droit de préemption qui n'est pas pris en compte par la structure obligataire. Une autre conséquence importante entre le caractère meuble et immeuble, dans le cadre de *Sukuks* et autres instruments de dettes où le débiteur est susceptible de faire défaut, est que les biens meubles (par définition plus liquides) sont liquidés en premiers, engendrant des règles implicites de subordination dans les structures basées sur les actifs. Il y a bien entendu d'autres conséquences légales liées à la nature meuble ou non d'un bien, telles que le caractère inéligible des actifs meubles dans le cas des droits d'usage et d'établissement en tant que *trust* (*Waqf*), qui jouent aussi un rôle important dans la finance structurée et les banques d'affaires actuelles.

Droits liés au caractère fongible

Les biens peuvent être classés en biens fongibles (*Mithli*) en fonction de leur poids, volume, longueur, et bien non fongibles (*Quimi*) lorsque chaque élément est unique et diffère significativement en valeur par rapport aux biens du même genre.

Le principal effet de cette distinction est que les biens fongibles peuvent faire l'objet de ventes différées (*Salam*, paiement à l'avance de marchandises livrées ultérieurement) ou de ventes *Murabaha* (ventes avec une livraison à l'avance et un paiement différé). De nombreux juristes ont spécifiquement traité de la nature interchangeable des biens fongibles étant donné qu'ils représentent une composante importante dans les structures des *Sukuks* impliquant des matières premières dont le prix peut fluctuer. Un point important à relever est que les règles du *Riba* ne s'appliquent pas aux biens non fongibles. Ainsi, tandis qu'un usurier ne peut échanger une once d'or contre deux, il peut par contre troquer un élément non fongible tel qu'un diamant contre deux diamants ayant la même valeur de marché que le premier. Un usurier peut par ailleurs vendre à terme un diamant qui a une valeur de 10000 DH aujourd'hui pour une valeur 20000 DH demain : En un jour, l'usurier pourrait théoriquement collecter un bénéfice de 100% grâce à un contrat jugé conforme par la *Shari'ah*.

Développements et restrictions de la propriété partielle

La vente de l'usufruit ainsi que son éventuel revente au travers d'une sous-location, ont développé des arrangements dits « *time sharing* », principalement pour des logements situés près des mosquées de la Mecque et Médine. Grâce à cette structure, les croyants ont le droit de pouvoir occuper le logement pendant une semaine lorsqu'ils se rendent au pèlerinage dans les villes saintes, chaque année. Le gouvernement Saoudien n'a pas envisagé la possibilité de vendre les parcelles de terrain adjacentes aux mosquées. Il a plutôt choisi de conclure, pour ces terres et pour une longue durée, un contrat de *leasing* avec une société, qui à son tour, a émis des

certificats d'usufruits (Sukuks Al-Manfa'a) qui permettent à leurs porteurs de bénéficier de l'usufruit du bien immobilier pendant certaines périodes. Ce montage a été possible en raison du fait que tous les porteurs de ces certificats utilisent la propriété de la même manière (les jurisconsultes ont établi que, si différents preneurs utilisent les biens de manière différente, alors l'autorisation du bailleur doit être obtenue avant de pouvoir transférer les droits d'usufruit. Il est évident que l'exigence d'utiliser le bien de manière similaire peut être imposée dans le contrat de leasing initial)

Fiducie, garantie et intérêt

Les jurisconsultes reconnaissent deux types de possession de propriété en fonction du risque : la fiducie et la garantie. Dans le premier cas (qui résulte des dépôts, leasing et Musharaka), où une personne transfère de manière légale à un tiers (le fiduciaire) un bien que ce dernier doit gérer et rendre au bout d'un temps convenu et dans des conditions déterminées. Le fiduciaire ne doit pas compenser le propriétaire que dans le cas où il y aurait une négligence ou une transgression. Par opposition, le second type implique qu'une certaine garantie soit donnée contre tout dommage, y compris le risque de négligence et de transgression.

Les jurisconsultes ont avancé que ces deux types de possession ne pouvaient pas cohabiter. Par conséquent si la propriété est détenue à la fois dans le cadre d'une fiducie et d'une garantie, la seconde domine sur la première, et les règles relatives à la garantie s'appliquent.

6. Sukuks Asset-Backed & Asset-Based

La quasi-majorité des spécialistes considèrent que les Sukuks Asset-Backed sont les plus proches de l'esprit de la finance islamique. Néanmoins, de nombreuses structures de Sukuks sont de type Asset-Based ne donnant pas une pleine propriété sur les actifs sous-jacents (beneficial ownership). Il est évident que le Marketing d'un Sukuk Asset-Backed devrait cibler des investisseurs avisés, prêts à assumer certains types de risque (Hedge Funds, Private Equity Funds...) et non pas des investisseurs obligataires classiques.

Certains Sukuks Asset-Based ne se contentent pas de payer les investisseurs en fonction des revenus économiques générés par le sous-jacent, mais utilisent des mécanismes de garanties supplémentaires non liés au projet pour rémunérer les investisseurs (Murabaha inversées ou garanties explicites de l'émetteur). De ce fait, ces Sukuks se comportent exactement comme des obligations conventionnelles. Le coût de la structuration de ce type de Sukuk est bien évidemment plus cher que celui de l'obligation classique à cause des surcoûts liés à la complexité de son montage financier. L'unique intérêt pour ce genre de produit est d'apporter une diversification supplémentaire dans la ligne des produits.

L'esprit des Sukuks requiert que l'investisseur soit prêt à prendre un risque de nature différente (risque de marché) au lieu d'un risque émetteur, avec une réelle vente, via la SPV, des sous-jacents aux investisseurs : nous nous retrouvons alors avec une structure similaire à la structuration conventionnelle (Asset-Backed Securities). En cas de défaut, les investisseurs sont les propriétaires des actifs sous-jacents. Ils bénéficient dans ce cas d'un recouvrement supplémentaire par rapport à leurs droits. Cependant un développement des Sukuks Asset-Backed nécessitera un travail sur les "Frameworks" réglementaires de la titrisation. Le tableau

comparatif suivant met en exergue les avantages et inconvénients des Sukuks Asset-Backed et Asset-Based :

Type de Sukuk	Avantage	Inconvénient
Asset-Backed	- Les détenteurs des Sukuks sont les propriétaires des actifs. - Ils peuvent profiter de l'excédent des revenus des actifs sous-jacents. - Ils peuvent avoir recours aux actifs des Sukuks en cas de défaut. - Position préférentielle par rapport aux créanciers de type non sécurisé. - La notation des Sukuks "Asset-Backed" est basée en général sur la solidité des actifs sous-jacents et non pas sur la solvabilité de l'émetteur. - Si l'émetteur des Sukuks Asset-Backed est une banque, l'exigence en fonds propres est réduite grâce à la vente réelle des actifs. - Les Sukuks Asset-Backed sont plus conforme à l'esprit de la Shari'ah	- Les Sukuks Asset-Backed ne s'appuient que sur la valeur des actifs sous-jacents pour rembourser le capital à l'échéance ou en cas de défaut. - Les investisseurs ne peuvent pas recourir à l'émetteur si la performance des actifs n'est pas assez suffisante pour payer les coupons ou si la valeur des actifs à maturité ne permet pas le remboursement du capital. - Les porteurs des Sukuks subissent le risque de marché ainsi que le risque de crédit. - Les émetteurs doivent être prêts à se séparer de leurs actifs. - Exigence du respect de la vente réelle, des règles de sécurisation en cas de défaut. - Le transfert des actifs peut demander du temps à cause des procédures légales (la vente d'un terrain par exemple). - Les Sukuks peuvent engendrer des frais supplémentaires liés au transfert de propriété. - Le cadre réglementaire pour la vente réelle n'est pas possible dans toutes les juridictions. - Les lois de l'insolvabilité et du défaut ne sont pas développées dans plusieurs juridictions.
Asset-Based	- Les détenteurs des Sukuks ont recours à l'émetteur via une promesse de rachat des actifs à une valeur fixée à l'avance (en général par la valeur nominale) ou via une garantie offerte par ce dernier. - Ils ne supportent que le risque de crédit. - L'émetteur peut lever des fonds importants sans être contraint par la performance des actifs. - Pas de contraintes juridiques ou financières sur le transfert des actifs. - Les actifs peuvent rester dans le book de l'émetteur. - La promesse de rachat des actifs par l'émetteur élimine le risque de perte éventuelle si la valeur des actifs se dégrade à maturité. - La notation des Sukuks se base sur la solvabilité de l'émetteur et non sur la solidité des actifs sous-jacents aux Sukuks. - Les détenteurs des Sukuks bénéficient d'une garantie de capital et d'un coupon périodique qui dépend seulement de la solvabilité de l'émetteur. - Les détenteurs des Sukuks sont indifférents à la valeur du marché des actifs.	- Les porteurs des Sukuks ne sont pas plus sécurisés vu qu'ils ne bénéficient pas de recours aux actifs. - Les porteurs des Sukuks ne profitent pas de l'éventuel gain réalisé par l'appréciation des actifs. - Les Sukuks Asset-Based ne respectent pas les conditions de la Shari'ah sur la propriété des actifs. - La promesse de rachat des actifs avec leur valeur nominale fait que les Sukuks ne sont qu'une réplique exacte d'une obligation. - Les porteurs de Sukuks n'ont aucune différence avec des créanciers porteurs d'obligations classiques. - Toute garantie fournie par l'émetteur n'a pas forcément de lien avec la performance des actifs.

Exemple de Sukuks Asset-Backed :

MAYORA INDAH est un Sukuk indonésien dans le secteur agro-alimentaire. Le montant de l'émission est de 200 000 000 IDR (INDONESIAN RUPIAH) et il arrive à maturité le 06/05/2013. Notons qu'il s'agit d'un Sukuk de type Mudharaba offrant des coupons de 55% des profits bruts tous les 3 mois non garantis avec un réel partage de profits et de pertes. Aucune mention n'est faite par rapport à un taux d'intérêt, et aucune garantie n'est faite aux investisseurs.

DES		Corp DES	
DESCRIPTION TITRE		Pg 1/ 3	
MAYORA INDAH MYORIJ Float 13		NOT PRICED	
EMETTEUR		IDENTIFIANTS	
Nom MAYORA INDAH PT		ISIN IDJ000002308	
Type Alim.-Confiserie		BB Number EH3184916	
Marché Domestique			
CARACTERISTIQUES		RATINGS	
Pays ID Devise IDR		Moody's NA	
Collatéral Non garanti Sr		Pefindo idAA-	
Calcul (738)INDONESIA: FLOATER		Composite NA	
Maturité 6/ 5/2013 Série ISL			
NORMAL		TAILLE EMISSION	
Rdmt Flottant QUARTLY		Mnt émis/En circu.	
N/A FLAT ISMA-30/360		IDR 200,000,000 (M)/	
Date Annonce 4/16/08		IDR 200,000,000 (M)	
Dt Jouissance 6/ 5/08		Mnt.unit.min./Mtple	
1er Règlement 6/ 5/08		1.00/ 1.00	
Date 1er retour 9/ 5/08		Nominal 1.00	
Px Emiss100.0000		CHEF DE FILE/MARCHE	
		DANREK	
PROSPECTUS		INDONESIA EXCH	
		66) Env. en pce jointe	
ISS'D UNDER SUKUK MUDHARABAH. CPN RATE=55% * GROSS PROFIT. CPN DETERMINED AT END OF CPN PERIOD.			
Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000			
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2012 Bloomberg Finance L.P.			
SN 857068 CET GMT+1:00 6631-581-3 15-Mar-2012 17:00:46			

FIGURE 37 : EXEMPLE DE SUKUK ASSET-BACKED

II. Sukuks et Garanties

Les Sukuks sont connus comme étant une alternative islamique aux obligations conventionnelles. De par la nature des Sukuks, qui représentent un titre de propriété des actifs sous-jacents, et la distribution des cash-flows très proches des obligations, les Sukuks sont considérés comme une forme hybride d'obligations et d'actions. Garantir les cash-flows rend un Sukuk similaire à une obligation conventionnelle. Le débat dans le marché concernant la garantie de ces instruments a posé des problèmes structurels et ne finit pas de susciter plusieurs interrogations quant à la licéité de ce produit quand il est structuré avec une garantie. Un travail de fond doit être mis en place pour trouver de vraies alternatives qui respectent les principes de la Shari'ah.

1. Le contrat Wa'd et la garantie

La promesse (Wa'd) contraignante (Mulzim) est souvent un sujet de controverse entre les spécialistes de la finance islamique. La plupart des Sukuks émis dans le marché, contiennent

dans leur structuration une promesse délivrée par l'émetteur, l'engageant à maturité ou suite à la réalisation de certains événements de défaut à racheter les Sukuks de leurs détenteurs, ou bien à acheter les actifs réels sous-jacents aux Sukuks. Ce qui est dans le fond revient en même. Le rachat s'effectue avec un prix déterminé à l'émission, souvent égal au nominal des Sukuks, ou bien avec un prix à fixer à la date d'achat des Sukuks via une méthode convenue à l'avance.

Dans la pratique, on constate dans les prospectus des Sukuks que la promesse d'achat est exercée généralement lorsqu'un ou plusieurs de ces événements se réalisent :

- ✓ à la maturité des Sukuks, qui représente la date de fin de l'investissement.
- ✓ à des dates précises convenues à l'avance : les Sukuks sont ainsi progressivement échus après chaque achat d'une partie des actifs.
- ✓ à la demande des détenteurs, à maturité ou à une date antérieure.
- ✓ en cas de défaut, lorsque l'émetteur se trouve incapable d'honorer ses engagements convenus avec les investisseurs.
- ✓ en cas de dégradation de la solvabilité de l'émetteur en dessous d'une note convenue à l'avance.
- ✓ en cas de dégradation de la valeur des actifs sur le marché en dessous d'un niveau convenu.
- ✓ en cas de changements majeurs dans l'environnement économique, fiscal ou juridique augmentant considérablement les risques et les coûts supportés par les investisseurs.

La promesse d'achat des Sukuks ou de leurs actifs sous-jacents par l'émetteur a pour objectif principal de :

1. rendre les Sukuks liquides : en demandant à l'émetteur d'honorer sa promesse d'achat, l'investisseur a la possibilité de récupérer son argent investi dans les Sukuks surtout en l'absence d'un marché secondaire.
2. se couvrir contre la dépréciation de la valeur des actifs et contre les événements éventuels de défauts.
3. améliorer la note de crédit des Sukuks, attribuée par les agences de notation qui ont pour rôle d'évaluer la capacité de l'émetteur à honorer ses engagements, en particulier, la garantie du capital d'investissement et la rentabilité des profits attendus par les investisseurs. La note de crédit des Sukuks est un critère de décision extrêmement important aux yeux des investisseurs : l'amélioration de cette note rend les Sukuks plus attractifs sur le marché.

La majorité des juristes considèrent, contrairement à la pratique du marché, que l'engagement de l'émetteur, qu'il soit Mudharib, Musharik ou Wakil Bil-Istithmar, à acheter les actifs sous-jacents aux Sukuks ou les Sukuks eux-mêmes avec un prix déterminé à l'avance, comme illicite tant que l'émetteur ne fait pas preuve de négligence ou de transgression des conditions du contrat. Cet engagement est considéré comme une garantie de l'investissement par l'émetteur. Cette garantie est interdite par les quatre écoles de la jurisprudence musulmane dans le cas de la Mudharaba, Musharaka ou Wakala Bil-Istithmar car il s'agit de contrats de fiducie (عقود ضمان) - différents des contrats de garantie (عقود أمانة). L'exigence de garantie dans le premier type de contrats contredit la règle de partage des pertes et des profits.

En effet, si le prix d'achat est égal à la valeur nominale des Sukuks, alors la promesse d'achat est une garantie totale du montant investi par les détenteurs des Sukuks. Si le prix d'achat est supérieur à la valeur nominale, il s'agit alors, d'une garantie totale du nominal et d'une part des profits. Dans le cas où la promesse d'achat se fait avec un prix, déterminé à l'avance, inférieur à la valeur nominale, alors il s'agit d'une garantie partielle du nominal ce qui est également illicite. Cet avis a été partagé par différentes institutions et comités spécialisés dans la finance islamique dont nous citons ici quelques décisions par rapport à ce sujet :

1) Le conseil international de la jurisprudence islamique dans sa décision 178 au sujet des "Sukuks, leurs pratiques modernes et leurs cotations" a précisé que: "le gérant des Sukuks ne garantit pas leurs valeurs sauf en cas de négligence ou de transgression des conditions de la Mudharaba, la Musharaka ou la Wakala Bil-Istithmar". Il précise dans la même décision que "... il est interdit de racheter les Sukuks avec leur valeur nominale".

2) L'AAOIFI dans sa norme 17 propre aux Sukuks d'investissement a souligné que: "pour les Sukuks qui peuvent être cotés, l'émetteur peut s'engager à l'émission à acheter les titres de leur détenteurs à maturité avec le prix du marché mais il est interdit de s'engager à les acheter avec la valeur nominal". La déclaration du conseil de l'AAOIFI émis en 2008 signale que : "il est interdit au Mudharib, Musharik ou Wakil Bil-Istithmar de s'engager à acheter les actifs des détenteurs des Sukuks ou de leurs représentants par la valeur nominale des Sukuks à maturité... tandis que le Mudharib, Musharik ou Wakil Bil-Istithmar garantit la valeur nominale des Sukuks en cas de négligence ou de transgression des conditions du contrat".

3) Le deuxième congrès de la jurisprudence des institutions financières islamiques qui a eu lieu en 2007 au Koweït, déclare dans le chapitre réservé à la garantie du capital et ses pratiques dans les institutions financières islamiques que : "Parmi les formes illicites de garantie du capital : ... l'engagement du Mudharib, Musharik ou Wakil Bil-Istithmar à acheter les actifs d'investissement qu'il gère à leur valeur nominale".

La divergence entre les jurisconsultes concernant les Sukuks Al-Ijarah:

Le conseil de l'AAOIFI dans son rapport de 2008 a considéré dans la cinquième clause comme licite l'engagement de l'émetteur à acheter les biens loués dans le cadre des Sukuks Al-Ijarah avec la valeur nominale à condition qu'il ne soit pas Mudharib, Musharik ou Wakil Bil-Istithmar. Cette distinction entre Sukuks Al-Ijarah d'un côté, et Sukuks Al-Mudharaba, Al-Musharaka et Al-Wakala d'un autre côté a été critiquée par beaucoup de spécialistes. L'achat avec la valeur nominale revient en effet, à garantir la valeur des biens loués, d'autant plus que l'AAOIFI reconnaît dans d'autres normes que le locataire ne garantit pas la valeur des biens loués. Dans sa norme 9 sur Al-Ijarah et Al-Ijarah Muntahiya Bittamlik, par exemple, il est énoncé que : "le bien loué n'est pas garanti par le locataire le long de la période de location sauf si le locataire fait preuve de négligence".

L'avis des agences de notation sur la promesse d'achat :

1) Les différentes agences de notation considèrent l'engagement d'achat des actifs des Sukuks avec la valeur nominale comme étant une technique de garantie du capital. Ce qui conforte les critiques des comités de supervision et des conseils jurisprudentiels évoqués ci-avant.

Le rapport de "RAM Rating" intitulé "Sukuk Focus" publié en Juillet 2011, affirme que :

- "le mécanisme utilisé dans les différentes structures des Sukuks afin de garantir le capital, en particulier en Malaisie, est la promesse d'achat..."
- "la présence de l'engagement d'achat contredit la règle de partage des risques qui caractérise les contrats participatifs. Cet engagement garantit le capital des investisseurs ce qui veut dire que les détenteurs des Sukuks ne courent aucun risque sur les actifs"

A cause de la présence de la promesse d'achat avec un prix déterminé à la date d'émission, S&P dans son rapport "Approach to rating Sukuk" publié en Septembre 2007, a qualifié les Sukuks Al-Musharaka, émis par la banque islamique de Sharika en 2006, de Sukuks complètement garantis.

2) Selon le rapport de RAM Rating cité ci-dessus :

"Tandis que la promesse d'achat change la façon de mesurer les risques de la transaction, car elle améliore la solvabilité de la structure, elle transfère radicalement la concentration des risques de défaut vers l'entité donatrice de la promesse d'achat". Moody's dans son rapport "Shari'ah and Sukuks : a Moody's Primer", publié en 2006, ajoute en rapport avec ce point : "... ainsi, toute analyse des actifs sous-jacents aux Sukuks devient secondaire".

3) La promesse d'achat est un élément incontournable dans le processus de notation des Sukuks. Selon Moody's dans le même rapport, l'analyse passe par deux grandes étapes :

a) l'analyse contractuelle de l'engagement d'achat.

b) l'analyse de la solvabilité de l'émetteur.

2. Une issue conforme à la loi islamique : l'engagement d'achat des actifs par leur valeur à la date d'exécution de l'achat

Dans cet engagement, l'émetteur ne promet pas d'acheter les actifs ou les titres avec une valeur définie à l'avance, mais avec leurs valeurs lors de l'exercice de l'achat quel que soit cette valeur.

La détermination du prix d'achat peut se faire par différentes méthodes financières :

- a) en fonction du prix de cotation des Sukuks sur le marché si ces derniers sont cotés.
- b) avec une valorisation des actifs sous-jacents aux Sukuks.
- c) avec la valeur nette des actifs.

Rien n'interdit un tel engagement, que l'émetteur soit Mudharib, Musharik, Wakil ou locataire car il n'est pas question ici de garantir les actifs ni leur valeur nominale. En effet, la valeur d'achat des actifs à l'exercice de l'engagement est influencée par toute détérioration des actifs et peut baisser en-dessous de la valeur nominale comme elle peut bénéficier de toute amélioration des actifs et dépasser la valeur nominale. Les investisseurs supportent donc le risque de perte et profitent de la performance des actifs. Les différentes institutions spécialisées dans la supervision et le conseil en finance islamique, se partagent l'avis d'autorisation de cet engagement.

1) Le conseil international de la jurisprudence islamique, dans sa décision 178, affirme que : "... il est interdit d'éteindre les Sukuks avec leur valeur nominale, l'extinction des Sukuks doit être faite avec la valeur du marché ou avec une valeur convenue à la date d'exercice de l'achat".

2) L'AAOIFI dans le rapport de son conseil jurisprudentiel publié en 2008 affirme que : "il est autorisé que l'engagement de l'émetteur, Mudharib, Musharik ou Wakil, à acheter les actifs sous-jacents aux Sukuks, soit avec la valeur nette des Sukuks, leur valeur de marché ou avec une valeur convenue à la date du rachat".

3) Dans le même rapport, il est précisé que : "si les actifs de la Mudharaba, la Musharaka ou la Wakala Bil-Istithmar se résument à des biens loués sous des contrats Ijarah Muntahiya Bittamlik, alors l'émetteur peut s'engager à acheter ces biens avec une valeur égale au reste des loyers dus le jour de l'exercice comme ça représente la valeur nette des actifs".

Cet engagement d'achat avec la valeur nette a été utilisé pour la première fois par la banque islamique d'Abu-Dhabi dans ses deux émissions de Sukuks "EMTN PROGRAMME" en Décembre 2006 puis en Juillet 2010.

3. Les formes de garanties pratiquées par le marché des Sukuks

Les formes de garanties pratiquées par le marché des Sukuks se résument en:

- 1) Garantie explicite de l'émetteur, ou engagement d'achat à terme ou en cas de défaut, du sous-jacent des Sukuks Al-Musharaka, Al-Mudharaba et Al-Wakala avec la valeur nominale du Sukuk.

Ces formes de garanties ont été interdites par plusieurs Fatwas, notamment celles de l'académie Islamique du Fiqh de Jeddah et par l'AAOIFI. Rappelons que, d'après les standards de l'AAOIFI, il est strictement interdit au Mudharib, au Musharik, ou au Wakil de garantir l'achat des sous-jacents par la valeur nominale, en cas de défaut ou à maturité du Sukuk.

- 2) Garantie d'une partie tierce indépendante des Cash-Flows des détenteurs de Sukuks, sans paiement de primes.

Cette forme de garantie est considérée comme licite selon l'académie Islamique du Fiqh (standard 30(5/4)).

Cette forme de garantie est presque inexistante dans la logique des marchés qui ne peuvent garantir sans le paiement d'une prime. Notons que ceci peut être envisageable dans le cas des états qui envisageraient d'encourager leurs économies.

Notons que cette forme de garantie n'est licite qu'en cas d'indépendance totale de la partie tierce de l'émetteur, et que cette garantie ne soit pas rémunérée et exclut toute réalisation de profit.

- 3) Garantie des Sukuks par l'assurance mutuelle

Cette garantie peut se faire sous la forme d'un fond mutuel entre les détenteurs de Sukuks, ou via un contrat avec un opérateur de Takaful avec versements de primes.

Cette forme de garantie est licite à condition que l'assurance mutuelle (Takaful) puisse remplir toutes les conditions théoriques et opérationnelles du Takaful

- 4) *Location du sous-jacent de son vendeur avec un engagement de rachat à maturité de l'Ijarah*

Elle s'approche de la vente de Wafaa (voir partie 4-c de chapitre pour plus de détails), et a été largement utilisée dans le cadre de Sukuks Al-Ijarah. Après la collecte du nominal des Sukuks via les certificats Ijarah, la SPV achète le sous-jacent (généralement un bâtiment ou un terrain), et le loue à l'émetteur qui s'engage par la suite à racheter le sous-jacent avec la valeur nominale des Sukuks. (L'engagement se fait par un contrat de Wa'd contraignant). Cette structuration est très controversée. Il apparaît que cette forme soit illicite car elle s'associe à la vente de 'ina interdite par la majorité des Oulémas et les quatre écoles de jurisprudences de Fiqh.

III. Titrisation des créances et vente de dettes

1. Interdictions et restrictions pour la vente de la dette

Un asset-backed security (ABS), très proche des Sukuks est défini comme étant une « valeur mobilière adossée à des actifs », dont les flux sont basés sur ceux d'un actif ou d'un portefeuille d'actifs. La titrisation est le principal vecteur de création de ces actifs. Les flux peuvent par exemple être basés sur ceux d'un portefeuille d'emprunts immobiliers, de paiements de cartes bancaires, de créances commerciales. Les ABS sont l'une des formes les plus courantes de titrisation. En finance conventionnelle, ce sont les créances de toutes sortes qui sont généralement titrisées. Les banques islamiques et les institutions financières sont soumises à certaines règles pour pouvoir titriser par exemple, des structures de Murabaha.

Ainsi, la majorité des jurisconsultes contemporains, à l'exception des malaisiens, ont formellement interdit les échanges de passifs et de dettes. Les jurisconsultes classiques ont regroupé différents types de passifs sous le nom général de « Dayn », incluant les prix non encore payés de propriétés, les dettes résultants de prêts, les loyers dus et l'objet d'une vente Salam. Tous ces passifs revêtent le caractère d'obligations, vis-à-vis du débiteur, de payer ou de livrer un actif monétaire ou fongible au créancier.

En général les jurisconsultes ont toujours prohibé la vente d'une dette qu'elle soit faite au débiteur ou à un tiers pour un prix différé. Ils ont fondé cette interdiction sur les mêmes raisons pour prohiber les contrats à termes « forward » conventionnels qui sont supposés échanger un passif pour le prix contre une dette pour l'objet de la vente. L'interdiction est basée sur la tradition prophétique : « le prophète a interdit l'échange d'un passif différé pour un autre ».

Selon la tradition prophétique, le prophète (sws) a permis à Ibn 'Umar de faire le commerce de chameaux de à Baqi', et dont le prix bien qu'établi en or était récolté en argent ou vice versa, pour autant que la rémunération était établie conformément au prix au comptant. Cette pratique a été vue comme l'échange d'un passif lié au prix convenu à l'avance établi en or contre un autre passif établi en argent.

A cet égard, les jurisconsultes ont interdit l'échange général d'un passif contre un autre en raison de la présence du Gharar relatif à l'incertitude du paiement en or ou en argent. Toutefois, ils ont jugé que lorsqu'un passif est déjà établi dans le chef d'une partie, l'échanger contre un autre implique l'abandon de la dette originale, ce qui suppose qu'au moins une des deux rémunérations a été faite implicitement. Par ailleurs le fait que la tradition prophétique ait restreint l'échange au prix au comptant, a permis d'assurer que la pratique ne soit pas utilisée comme moyen d'augmenter le passif qui serait différé.

Par conséquent, la vente de la dette au débiteur soit à sa valeur faciale (libellée de la même manière ou déterminée par le prix au comptant) soit à un prix inférieur (la différence étant un don voire un abandon partiel de dette) a été jugée légitime dans la septième séance à Djeddah de l'académie Islamique de Fiqh de l'organisation de la conférence Islamique.

Ainsi, les jurisconsultes contemporains ont restreint leur permission au cas où la dette est vendue à, ou en dessous de sa valeur faciale au débiteur en question.

Notons que la plupart des jurisconsultes classiques ont interdit la vente de passifs à des tiers. Ainsi, la prohibition relative à la vente d'une dette à un tiers, faite par les experts hanafites et zâhirites est le corollaire de l'interdiction générale touchant la vente d'objets non livrables. De

manière analogue, les Hanbalites à l'exception notable cependant d'Ibn Qayyim, ont interdit tant la vente de dettes que leur abandon vis-à-vis de n'importe quelle partie autre que le débiteur. En revanche, les Malékites et quelques Chaféites ont cautionné la vente d'un passif, à sa valeur faciale à un tiers pour autant qu'il y ait des conditions strictes visant à écarter tout Riba et à minimiser la présence de Gharar (incertitude).

Le transfert alors de dettes d'un créancier à un autre, avec éventuellement l'annulation de cette dette contre une dette existante dans le chef du premier créancier, équivaut en réalité à la vente de la dette à sa valeur faciale, telle qu'autorisée par certains jurisconsultes.

2. Regroupement des titres adossés à des actifs et des dettes

Se basant sur l'ensemble des jugements classiques repris à la section précédente, les jurisconsultes contemporains ont conclu que les passifs existants (titres de dettes) pouvaient être vendus au débiteur uniquement à, ou en dessous de, sa valeur faciale. Cette restriction est selon l'imminent jurisconsulte Taqī Usmani, la principale raison selon laquelle les actifs purement financiers ne peuvent être titrisés d'un point de vue légal et pratique. Ainsi, les certificats Murabaha ont été jugés non négociables : « le financement Murabaha est une transaction qui ne peut être titrisée, autrement dit qui ne peut être un instrument négociable sur les marchés secondaires...Si le titre est toutefois transféré, il doit l'être à sa valeur au pair. Dans les cas où il y aurait un portefeuille varié constitué de plusieurs transactions telles que la Musharaka, leasing et Murabaha, alors ce portefeuille peut émettre des certificats négociables pour autant que certaines conditions soient respectées »

En effet, la condition imposée sur un tel titre négociable, est qu'il doit majoritairement représenter des passifs fondés sur des actifs tangibles :

« Cette pratique peut être reprise sous le terme de fonds islamique mixte. Si les actifs tangibles du fonds sont supérieurs à 51% tandis que la liquidité et les dettes sont inférieures à 50%, les titres de fonds peuvent, alors, être négociés. Sinon le fonds doit être un fonds fermé (closed-end fund). »

Toutefois la règle de « majorité » s'avère paradoxale. Considérons à titre d'exemple, le cas où un fournisseur de produits financiers islamiques souhaite titriser un portefeuille de créances dont 36% sont issus de leasing et 64% de structures de Murabaha. Conformément à la règle de la « majorité », on peut combiner la moitié des créances Murabaha avec le portefeuille leasing, avant de vendre ce nouveau portefeuille à un prix de marché négociable. Cette transaction ne pose pas de problème jurisprudentiel vu que les actifs tangible sont majoritaires (36% > 32%). La même technique pourrait être appliquée: recombinaison le nouveau portefeuille à la moitié restante des créances basées sur la Murabaha (68% > 32%), qui peut donc être vendu au prix du marché.

La solution à ce paradoxe est l'interdiction de la double titrisation, ou sinon avoir les moyens pour descendre dans la structuration au niveau le plus fin pour s'assurer du respect de la règle de « majorité ».

IV. Défauts des Sukuks

Les Sukuks ont été mis sous les projecteurs à la suite de défauts très médiatisés qui ont incité l'industrie à se poser de nouvelles questions sur la structuration de ce type d'instruments financiers. Depuis fin 2007, le marché des Sukuks a été affecté par deux événements majeurs qui ont accru le nombre de défauts : d'abord, la fatwa de l'AAOIFI concernant les nouvelles conditions de validation des Sukuks. Ensuite l'impact de la crise financière de 2008 qui s'est manifesté par la chute des volumes d'émissions des Sukuks souverains. Jusqu'à fin avril 2010, on ne dénombre pas moins de trente défauts de Sukuks au niveau mondial. 24 de ces défauts ont été enregistrés en Malaisie sur la période 1997-2009 selon la Rating Agency Malaysia.

Ci-dessous deux listes non exhaustives des cas de défauts :

- Hors Malaisie :**

Entreprise	Type de Sukuk	Pays	Montant (Millions \$)
Saad Group's Golden Belt	Sukuk Manfa'a	KSA	650
Tabreed	Sukuk Ijarah	UAE	463
IIGF Funding Limited Sukuk	Mudharaba	Kuwait	200
The Investment Dar Company	Musharaka		100
East Cameron Gas	Musharaka	USA	165.6
New Allied Electronics Industries	Diminishing Musharaka	Pakistan	16.4
Maple Leaf	Diminishing Musharaka		83.34
Eden Housing Sukuk	Musharaka Sukuk		24.6

- Malaisie :**

Date Emission	Agence de Notation	Emetteur	Type Sukuk	Montant en Millions RM	Date Défaut
17/04/1997	RAM Rating	Hualon Corporation	Bai' Bithaman Ajil Islamic Debt Securities (BaIDS)	150	21/11/2003
25/01/1999	RAM Rating	Johor Corporation	Murabaha	500	27/06/2002
21/09/2000	MARC	Europlus Corporation	Bai' Bithaman Ajil Islamic Debt Securities (BaIDS)	250	10/03/2006
11/12/2000	RAM Rating	Moccis Trading	Bai' Bithaman Ajil Islamic Debt Securities (BaIDS)	50	03/06/2003
22/02/2001	MARC	Maxisegar	Bai' Bithaman Ajil Islamic Debt Securities (BaIDS)	300	10/03/2006
24/07/2003	MARC	Perspektif Perkasa	Murabaha	188	10/03/2006
19/09/2003	MARC	Stenta Films	Murabaha	90	20/09/2007
28/11/2003	MARC	Malaysian Merchant Marine	Bai' Bithaman Ajil Islamic Debt Securities (BaIDS)	120	02/04/2010
30/12/2003	MARC	Evemaster	Bai' Bithaman Ajil Islamic Debt Securities (BaIDS)	50	31/12/2008
			Murabaha	40	31/12/2008
01/04/2004	MARC	Pesaka Astana	Bai' Bithaman Ajil Islamic Debt Securities (BaIDS)	200	30/09/2005
09/07/2004	MARC	Ingress Sukuk	Sukuk Ijarah	160	13/07/2009
07/10/2004	MARC	Oilcorp	Murabaha	70	07/10/2009

19/10/2004	RAM Rating	BSA International	Murabaha	150	28/05/2008
01/11/2004	MARC	Jana Niaga	Murabaha	100	15/11/2007
12/11/2004	RAM Rating	The Royal Mint Of Malaysia	Murabaha	55	08/06/2007
15/12/2004	MARC	PSSB Ship Management	Bai' Bithaman Ajil Islamic Debt Securities (BaIDS)	40	15/12/2009
28/01/2005	MARC	Tracoma Holdings	Bai' Bithaman Ajil Islamic Debt Securities (BaIDS)	100	29/01/2009
08/03/2005	MARC	M-Tex Corporation	Murabaha	60	21/05/2009
29/04/2005	RAM Rating	Oxbridge Height	Murabaha	154	06/04/2009
26/09/2005	MARC	Englotechs Holding	Murabaha	50	27/03/2009
28/10/2005	RAM Rating	Memory Tech	Bai' Bithaman Ajil Islamic Debt Securities (BaIDS)	320	07/06/2007
31/01/2006	MARC	Nam Fatt Corporation	Murabaha	250	06/04/2010
13/04/2007	MARC	Straight Portfolio	Murabaha	200	11/12/2009
17/05/2007	MARC	Malaysian International Tuna Port	Bai' Bithaman Ajil Islamic Debt Securities (BaIDS)	240	18/11/2009

1. Description des défauts par volumes et typologies des Sukuks

En Malaisie, nous constatons que la majorité des Sukuks qui ont fait défaut sont des Sukuks Murabaha et BaIDS (Bai' Bithaman Ajil Islamic Debt Securities). Il s'agit de 24 cas sur les 25 défauts constatés, avec une durée de survie moyenne de 4 ans.

Type de Sukuk	MARC	RAM Rating	Total Général
Murabaha	9	4	13
Sukuk Ijarah	1	-	1
Bai' Bithamani Ajil Debt Securities (BaIDS)	8	3	11
Total général	18	7	25

Nombre de défauts constatés en Malaisie 1997-2009

La valeur totale des émissions ayant fait défaut est d'environ 2.1 milliards de dollars, dont 1.27 milliards en Malaisie sur la période 1997-2009 (voir le graphique ci-dessous)

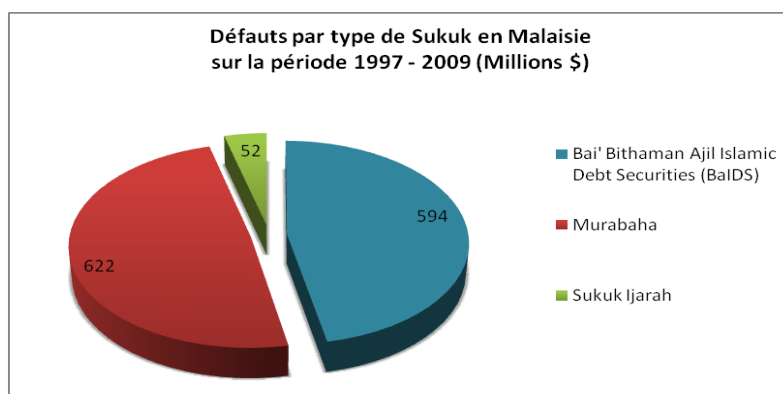


FIGURE 38 : DÉFAUTS PAR TYPE DE SUKUKS - MALAISIE

En dépit des conditions de marché difficiles, les défauts des Sukuks sont inférieurs en nombre et en montant par rapport aux défauts des obligations classiques. A ce titre, dans le cas malaisien,

le montant de défauts des Sukuks et le montant de défaut global (Sukuks et obligations) enregistrés sur la période 1997-2009 sont de 1.27 et 4.21 milliards de dollars respectivement. Soit un ratio d'environ 30%.

Année	Nombre d'émission	Montant en millions RM	Equivalent en millions de dollars
1997	1	30	10
1998	20	3820	1247
1999	5	1850	604
2000	12	1875	612
2001	12	2757	900
2002	-	-	-
2003	3	225	73
2004	2	98	32
2005	6	1182	386
2006	-	-	-
2007	2	366	119
2008	4	300	98
2009	5	397	130
Total	72	12900	4211

Volumétrie des défauts en Malaisie entre 1997-2009

Selon un article publié par S&P du 4 octobre 2009, on dénombre au niveau mondial 215 cas de défauts d'obligations, bien loin des 31 cas des défauts enregistrés pour les Sukuks. Les 215 défauts sont repartis de la façon suivante :

- 155 émetteurs aux États-Unis ont fait défaut au cours de l'année 2009.
- 13 en Europe.
- 34 dans les marchés émergents.
- 13 cas dans les pays suivants : Australie, Canada, Japon et Nouvelle-Zélande.

Suite aux premiers défauts des Sukuks après à la crise, l'industrie de la finance islamique s'est penchée sur la question des défauts et l'implication de la structuration sur les différents risques que peuvent subir les investisseurs. L'exemple du Sukuk Tamweel nous semble être un excellent cas de figure pour analyser ces différents éléments.

2. Cas d'étude de défaut

Nous allons, dans cette partie, analyser deux émissions de Sukuks : Le Sukuk Asset-Backed Tamweel RMBS et le Sukuk Asset-Based Tamweel Sukuk Limited (TSL). L'objectif est de comprendre par la suite les risques et les conséquences pour les investisseurs en cas de défaut.

Avant d'examiner les actifs sous-jacents à ces émissions, nous devons clarifier un sujet très controversé : La propriété des actifs sous-jacents aux Sukuks (voir partie 1 du chapitre 3 pour plus de détails). Il y'a quelques années la plupart des émissions de Sukuks ont été Asset-Based. Ainsi, ils garantissent aux porteurs, comme la majorité des obligations, le droit de bénéficier de

cashflows. Souvent, il n'y a aucun lien direct entre les cashflows distribués par les Sukuks Asset-Based et les actifs réels sous-jacents. Ce qui est une entorse aux règles de la Shari'ah.

La raison principale du choix des Sukuks Asset-Based est de pouvoir répliquer le profil de risque des obligations classiques : le comportement de ces Sukuks est extrêmement lié à la qualité de la signature de l'émetteur, et non à la valorisation des actifs tangibles sous-jacents.

La Shari'ah stipule qu'il est primordial que les Sukuks s'appuient sur la jouissance d'un droit complet sur un actif tangible et spécifique, et que les détenteurs des Sukuks doivent avoir un droit de propriété sur les actifs financés¹⁰. L'AAOIFI recommande aux émetteurs des Sukuks de vendre et de transférer légalement la propriété des actifs sous-jacents aux investisseurs. Michael McMillen, éminent avocat en matière de finance islamique, définit les Sukuks Asset-Backed comme des titrisations d'actifs impliquant le transfert d'actifs depuis l'originateur vers une fiducie, ou de manière similaire une SPV, qui émet les Sukuks et distribue les cash-flows issus du transfert de ces actifs¹¹.

3. *Tamweel PJSC*

Première émission

Tamweel PJSC, le plus grand fournisseur immobilier des Émirats Arabes Unis, a émis trois types de Sukuks, dont l'un est reconnu comme étant le premier à réaliser une vente « réelle » (voir partie 2 du chapitre 4 pour plus de détails). La transaction de titrisation du crédit immobilier (RMBS12) conforme à la Shari'ah s'élevait à 210 millions de dollars. Elle était subdivisée en quatre tranches de Sukuks Al-Ijarah adossés à une location-vente de villas.

Avant la récession économique, les villas étaient rares dans un marché de l'immobilier en plein essor. Ce type de propriétés est connu pour être plus résistant à la dépréciation et la volatilité des prix comparé aux appartements qui sont plus nombreux. De plus, les acheteurs de villas sont le plus souvent des familles plutôt que des résidents seuls ou passagers. Les titres de pleine propriété de l'actif sous-jacent du premier Sukuk Tamweel ont été transférés aux détenteurs de Sukuks, avec les Cash-flows associés au contrat Al-Ijarah. Toutes les éventuelles pertes sont transférées à la SPV et par conséquent aux détenteurs de Sukuks qui sont directement exposés aux risques de marché sur les actifs. La propriété légale (voir chapitre 3 partie 1.1) offre ainsi aux détenteurs de Sukuks une protection si l'émetteur, Tamweel, devient insolvable. Contrairement aux structururations Asset-Based, ce type de titrisation est en mesure de continuer à fonctionner malgré des éventuelles difficultés financières de l'émetteur : la liquidation des actifs serait bien plus facile pour les détenteurs de Sukuks qui sont propriétaires d'une partie des actifs.

Deuxième Émission :

La deuxième émission de Tamweel était de type Asset-Based. Les droits légaux des investisseurs relatifs à la propriété des actifs sous-jacents étaient limités. Tamweel Sukuk Limited (TSL) est une SPV constituée aux îles Caïmans et créée pour l'émission de certificats de fiducie pour les Sukuks auprès des investisseurs afin d'acquérir un portefeuille d'actifs conformes à la Shari'ah de la part de la société immobilière. Cette émission spéciale contient deux types de Sukuks, qui sont fusionnés dans un seul actif : un portefeuille d'actifs Ijarah (actifs résidentiels de type location-vente) et un portefeuille d'actifs de propriétés sous contrat Al-Istisna'a (en cours de construction).

10 Yean, Tan Wan. Sukuk: Issues and the Way Forward, online, International Lawyers Network, 2008.

11 McMillen, Michael JT, « Asset Securitization Sukuk and Islamic Capital Markets: Structural Issues in These Formative Years », 25 Wisconsin International Law Journal 703, 2008.

12 RMBS : Residential Mortgage-Backed Securitization

En transférant le portefeuille d'actifs, l'émetteur n'a donné aucune assurance que les droits, titres et profits dans le portefeuille d'actifs vont être transférés au fiduciaire.

Contrairement aux Sukuks Asset-Backed, ces détenteurs de certificats n'ont recours ni aux autres actifs de l'émetteur, ni à la SPV ni à aucun droit de vente ou de décomposition des actifs de la fiducie.

Risques de crédit et de marché :

Le Sukuk Tamweel (voir partie 1 du chapitre 3 pour plus de détails) possède quatre types d'investisseurs : A, B, C et D. Chaque classe d'investisseur a une séniorité différente : rien n'est payé aux porteurs d'une classe donnée jusqu'à ce que tous les montants dus aux porteurs de toute classe ayant une séniorité de paiement supérieure soient payés en intégralité (Prospectus de Tamweel RMBS, 2007).

Les porteurs de certificats de Tamweel RMBS sont clairement exposés aux actifs adossés à l'émission. Le risque de crédit de ce Sukuk, Asset-Backed, est déterminé avant tout par le risque de marché des actifs sous-jacents qui sont vendus aux investisseurs et non par le risque de crédit de Tamweel.

Comme Tamweel RMBS constitue une vente réelle, les porteurs de Sukuks ont l'assurance que leurs actifs sous-jacents ont été retirés du bilan de l'originateur. L'actif continuera à produire des loyers, même si l'originateur fait faillite. Ceci rend les porteurs de certificats exposés à l'originateur uniquement en tant qu'agent de service et non pas comme source de cash-flows. Le Sukuk Asset-Based où l'usufruit des actifs est généralement vendu à la SPV ne peut fournir les mêmes garanties à ses porteurs : d'un point de vue juridique, l'originateur détient les actifs sous-jacents mais pas les acquéreurs de certificats qui ont des droits moins importants.

Passons au Sukuk Asset-Based TSL, qui n'est pas juridiquement adossé à un actif. Sa note est déterminée directement par la solidité ou la faiblesse de Tamweel et non pas celles des actifs. La notation de ce Sukuk a été abaissée en Août 2009 suite à la dégradation de l'originateur et des marchés.

Comme le souligne le prospectus (TSL Prospectus, 2008):

- « Compte tenu de leur exposition à l'originateur, les porteurs de Sukuks sont exposés au risque de crédit des clients de Tamweel en plus de son risque opérationnel ».
- « Les porteurs de Sukuks n'auront aucun droit de provoquer la vente ou l'aliénation des actifs détenus par la fiducie ».

Notons que dans le cas du Sukuk TSL, il n'y a aucune garantie que ces certificats soient conformes à la Shari'ah, puisque les avis des jurisconsultes peuvent diverger. Dans son prospectus, TSL a recommandé à ses investisseurs d'obtenir indépendamment leur propre conseil en terme de la Shari'ah à propos de la conformité de la structure, de l'émission et l'échange des titres.

Risque légal :

Les porteurs de certificats Tamweel RMBS et Tamweel Sukuk Limited courent le risque de ne pas voir appliquer une décision de justice étrangère à Dubaï.

Selon la loi actuelle aux EAU, les tribunaux sont peu susceptibles d'exécuter une décision de justice étrangère sans avoir à réexaminer le bien-fondé de la revendication et peuvent refuser le choix d'une des parties d'une loi étrangère (telle que la loi anglaise, la loi des îles Caïmans ou la

loi de Jersey) en tant que loi applicable à une transaction. Ceci peut affecter négativement les montants payables aux titulaires de certificats Sukuks.

Notons qu'en général, la jurisprudence à Dubaï n'a pas d'effet contraignant sur la suite des décisions ce qui crée plus d'incertitudes.

Pour Tamweel RMBS (Asset-Backed), la composition des actifs et la structure légale du Sukuk ont été conçues de façon à minimiser les incertitudes, incluant :

- L'interprétation, l'application et la mise en œuvre des lois pertinentes, en particulier, les récentes lois émises sur la faillite et les garanties collatérales dans le cas où il n'y a pas de poursuites judiciaires.
- L'exposition des propriétés à la faillite pour les détenteurs des titres¹³
- Enregistrement incomplet des titres de propriétés comme résultat de la mise en œuvre d'un nouveau processus d'enregistrement de titres à la nouvelle autorité d'enregistrement (Dubaï Land Development).

La SPV Tamweel Sukuk Limited (Asset-Based), court un autre risque juridique puisqu'elle est exposée à l'originateur et non pas aux actifs sous-jacents. De ce fait, si Tamweel devient insolvable, la loi de faillite aux E.A.U peut affecter négativement la capacité de Tamweel à faire du profit, en vertu de l'engagement d'achat et du contrat de service. Ainsi, ceci nuira à la capacité de la SPV à distribuer les paiements pour les porteurs de certificats¹⁴ : les paiements des certificats sont dépendants des paiements de Tamweel à la SPV. Si Tamweel n'arrive plus à les accomplir, il serait peut-être nécessaire de saisir les tribunaux de l'E.A.U contre Tamweel pour l'obliger à respecter ses obligations, ce qui peut être coûteux et prendre une longue durée.

4. Le rôle des agences de notation

En Août 2009, Moody's a rétrogradé la note long terme de l'émetteur Tamweel de A3 à Baa1. Le Sukuk Asset-Based TSL a été rétrogradé par Moody's de A3 à Baa1. La même émission a été rétrogradée par Fitch de A à BB+. En revanche, le Sukuk Asset-Backed (Tamweel RMBS) continue de se porter correctement. Par conséquent, il n'y a pas eu de diminution de la notation des Classes A, B et C ayant pour notes respectives Aa2, Baa1 et Ba1.

Fitch n'a pas non plus dégradé le Sukuk Tamweel RMBS noté AA, BBB+ et BB- pour les Classes A, B et C. La classe D n'est pas notée par les deux agences.

Le Sukuk Asset-Based TSL a été conçu pour déclencher un événement de remboursement, si le débiteur est rétrogradé d'au moins deux crans entre la date de clôture et la date de maturité. Si ceci se produit, les certificats pourront être remboursés intégralement le jour de l'événement de downgrade au prix de l'émission du Sukuk, et la fiducie peut être dissolue après ce paiement intégral¹⁵.

V. Quelques problématiques des Sukuks Al-Ijarah

Dans la finance conventionnelle, on dénombre deux types de leasing : financiers et opérationnels. Les règles comptables traitent généralement le leasing financier (dans lequel le preneur est aussi

¹³ McMillen, 2008

¹⁴ Prospectus de TSL, 2008

¹⁵ Prospectus de TSL, 2008.

l'acheteur final) comme un achat pour lequel l'actif concerné est repris au bilan tandis que les loyers apparaissent au passif.

Ce genre de structure de propriété matérielle de l'actif mis en leasing est transmise au preneur à la conclusion du contrat, est actuellement interdit par la majorité des juristes qui estiment que seul le droit de propriété du bailleur, justifie la collecte des loyers sans quoi le leasing est qualifié de prêt et les loyers d'intérêts prohibés.

Selon Sheikh Taqi Usmani, dans son commentaire relatif aux structures légales des titres adossés à un leasing : « il ne faut pas perdre de vue que le certificat représente un droit de propriété d'une part indivisible de l'actif auquel sont attachés tous ses droits et obligations. Nous avons été témoin de cas où, ne prenant en compte ce principe de base, des certificats Ijarah donnaient à leur porteur le droit de percevoir une partie des redevances sans leur octroyer un droit de propriété de l'actif sous-jacent. En d'autres termes, le porteur d'un tel certificat ne présente aucun lien avec le bien mis en leasing et son unique droit est de partager les redevances reçues du preneur. Ce genre de titrisation n'est pas permise par la Shari'ah ».

Le second type de leasing, à savoir le leasing opérationnel est autorisé par les juristes contemporains. Dans ce genre de structure, le bailleur (bien souvent la SPV) garde la propriété de l'actif mis en leasing

Par ailleurs, la majorité des juristes ont insisté sur le fait qu'un droit de propriété matériel vis-à-vis de l'actif mis en leasing, implique que tous les frais de réparations (autres que les frais de maintenance et les dommages causés par un abus ou une négligence du preneur), d'assurances et autres devraient être supportés par le bailleur. Cet avis, justifié pour les contrats de leasing simples, se base sur le droit de propriété du bailleur : étant donné que ce dernier encourt des pertes en cas de destruction de l'actif, il devrait supporter les frais d'assurance et de maintenance non régulière.

La plupart des structures des Sukuks impliquent la vente d'un actif à un SPV avant de le racheter ou de percevoir à un titre gratuit à la fin de la période de leasing. Rappelons que la plupart des clients de banques islamiques qui souhaitent financer un bien mobilier ou immobilier, visent à jouir de la pleine propriété de l'actif en question à la fin du contrat de leasing. A titre d'exemple, même si tant les juristes contemporains que classiques ont interdit de stipuler dans le contrat de leasing, que le bailleur devrait vendre l'actif lorsque le bail prenait fin, étant donné que cette précision anéantit tous les droits de propriété du bailleur et viole l'interdiction selon la tradition prophétique de « l'existence de deux contrats dans un contrat » ; certains experts contemporains ont cependant permis les engagements de « lease to purchase » en évoquant que le bailleur peut de manière unilatérale et contraignante s'engager à vendre l'actif ou à le donner à titre gratuit à la fin du contrat. Ces mêmes experts (parmi eux Taqi Usmani) ont établi qu'une fois cette engagement était fait, il contraignait le bailleur à le respecter sans univoque.

Les deux seules conditions imposées par les juristes sur la promesse de vente de l'actif à la fin du contrat (si tel est le souhait du preneur) est qu'elle soit unilatérale et qu'elle ne puisse être une condition du contrat (elle doit faire objet d'un contrat séparé). Évidemment, si le preneur ne se limite pas à payer le rendement du capital mais aussi le rendement nécessaire à l'achat de l'actif, dans les cadres des paiements de loyers, son propre intérêt le conduira à exercer cette option. De manière similaire, puisque les bailleurs islamiques sont généralement des intermédiaires financiers, l'exercice de cette option est aussi de leur intérêt. De plus, bien que l'option puisse ne pas être reprise comme condition explicite dans le contrat, le document séparé qui prévoit que le bailleur vend ou donne gratuitement le bien à la fin, peut être signé même avant que le contrat de leasing ne le soit. Il est inutile de préciser que cette promesse devient sans valeur si le leasing n'est pas conclu, mais qu'elle devient contraignante pour le bailleur aussitôt

que le leasing est conclu et est exécuté pour l'ensemble de sa durée. Une autre précision doit être faite : l'analyse de ces experts, entre autres celle du Sheikh Taqi Usmani, mentionne que la promesse de donner un bien à titre gratuit à la fin de la période de leasing est toute aussi contraignante que la promesse de vendre l'actif à la même période. Les règles classiques semblent à cet égard à ne pas qualifier de contraignantes les transactions faites à titre gratuit (voir paragraphe suivant). Autrement dit, il est approprié de faire une promesse unilatérale de vendre l'actif à la fin de leasing contre une certaine compensation financière, même minimale voire symbolique, mais ceci implique en contrepartie certaines réserves liées aux doubles ventes (Bay' Al-'ina) comme nous l'aborderons plus tard.

1. Double Vente ('ina) et Sukuk Al-Ijarah

La problématique de la double vente classique Bay-Al'ina (double vente pour contourner l'interdiction du Riba) a souvent été abordée dans la littérature juridique classique.

La majorité des juristes musulmans, toutes écoles confondues, condamne le Bay-Al'ina, en tant que stratagème légal (Hilah) destiné à contourner la prohibition du Riba. Il faut cependant noter que, d'une manière générale, les juristes musulmans n'interdisent pas la revente d'un bien au vendeur initial, pour autant que les deux cessions successives ne soient pas stipulées dans le même contrat.

Comme nous l'avons évoqué dans les chapitres précédents, la plupart des Sukuks développés, impliquent la vente et le rachat d'une certaine propriété ou matière première.

Généralement, les instruments de dettes court-terme sont structurés avec le Salam, tandis que les instruments long-terme sont structurés avec une vente d'une propriété, suivie d'un contrat de leasing prévoyant le rachat du bien à la fin de la période du contrat, incluant des éléments de double vente.

Dans la forme la plus élémentaire de la double vente qui synthétise une dette, l'emprunteur vend une propriété au prêteur en échange d'une certaine somme d'argent. Ensuite le prêteur revend à crédit cette même propriété à un prix supérieur équivalent au montant nominal de la dette majoré d'intérêts. Les experts classiques reconnaissent aussi qu'un tiers peut intervenir en tant qu'intermédiaire dans cette structure où la partie A vend à la banque B au comptant, B vend à crédit à C et C vend à A au comptant. Il ne fait nul doute que si les jurisconsultes interdisaient le rachat d'un même bien lorsqu'un seul intermédiaire est impliqué, d'autres degrés de séparation seraient ajoutés.

2. Vente assortie au droit de rédemption (Bay' Al-'Uhda)

Dans les parties précédentes, nous avons soulevé les éléments de la double vente dans beaucoup Sukuks :

- la propriété et son usufruit sont vendus à la SPV, et ensuite l'usufruit est acheté au travers du contrat d'Ijarah
- la propriété ainsi que tout l'usufruit restant est racheté au terme de la période de leasing.

Ces aspects soulèvent les problématiques de l'ina qui rend le contrat illicite.

Cette vente, assortie de la condition selon laquelle, le vendeur restitue le prix, l'acheteur lui rend l'article vendu (Bai' Al-Wafaa), est appelé Bay' Al-'Uhda (vente assortie d'un droit de rédemption) par les jurisconsultes chafrites tandis que les experts hanbalites le qualifie de Bay' Al-Amanah (vente fiduciaire).

Les Malékites et hanbalites, tout comme les premiers jurisconsultes hanafites et chafrites ont jugé que ce genre de ventes n'était pas licite étant donné qu'elles constituent des stratagèmes légaux pour atteindre des fins illégitimes (Riba) par le biais de vente à priori légitimes. A ce propos, ils ont interdit cette pratique en qualifiant la vente apparente de prêt, l'usufruit de la propriété étant vu comme son profit ou son intérêt.

Notons que la Shari'ah n'interdit pas la revente d'une propriété à son propriétaire d'origine, pourvu que les deux ventes ne soient pas stipulées dans le même contrat. Dans le cas contraire en effet, un contrat de vente, qui requiert que l'acheteur revende le bien n'est pas considéré comme une vente puisque l'acheteur n'obtient jamais véritablement le droit de propriété qui inclut notamment le droit de ne pas revendre le bien et certainement le droit de ne pas revendre à une certaine contrepartie, autrement dit le vendeur initial.

3. Analyse jurisprudentielle de la vente avec condition de bail

Définition

Un contrat de *vente avec condition de bail* est un contrat par lequel l'une des parties vend un bien mobilier ou immobilier, moyennant un prix payé comptant, à condition que l'autre partie (acheteuse) s'engage en retour à louer ce bien à la même partie vendeuse. S'il n'y a pas d'option de rachat à maturité on parlera alors d'une vente avec condition de bail simple. Si par ailleurs la partie vendeuse bénéficie d'une option de rachat (moyennant un prix convenu dans le contrat), alors on parlera d'une *vente avec condition de crédit-bail*.

Vente avec condition de bail simple

Jugement jurisprudentiel :

La majorité des jurisconsultes l'ont interdite. Cependant une partie des Malékites et Ibn Taymiyya l'ont autorisée à condition que ce ne soit pas utilisée comme une ruse pour contourner l'usure.

Justification de l'interdiction :

Rappelons que la pleine propriété désigne la propriété au sens commun du terme, et celle-ci se décompose selon la formule suivante :

$$\text{Pleine Propriété} = \text{Nue-propriété} + \text{Usufruit}$$

Afin de comprendre le contrat de vente avec condition de bail simple, on peut l'assimiler à une opération commerciale assez proche traitée par les anciens jurisconsultes dites: « Al-'ina Ath-Thouna'iyah ». En effet selon les jurisconsultes, il est interdit de vendre par exemple deux biens A et B au comptant, et de racheter l'un de ces deux biens à terme avec n'importe quel prix (égal, supérieur ou inférieur). Nous pouvons ainsi, *dans le cadre d'une vente avec condition de bail simple*, associer par analogie, la vente du bien A à la vente de Nue-propriété, et la vente du bien B à la vente de l'usufruit.

Comme le décrit la figure ci-dessous, *cette opération contient deux transferts du bien [B] au même moment (‘ina ijaria) :*

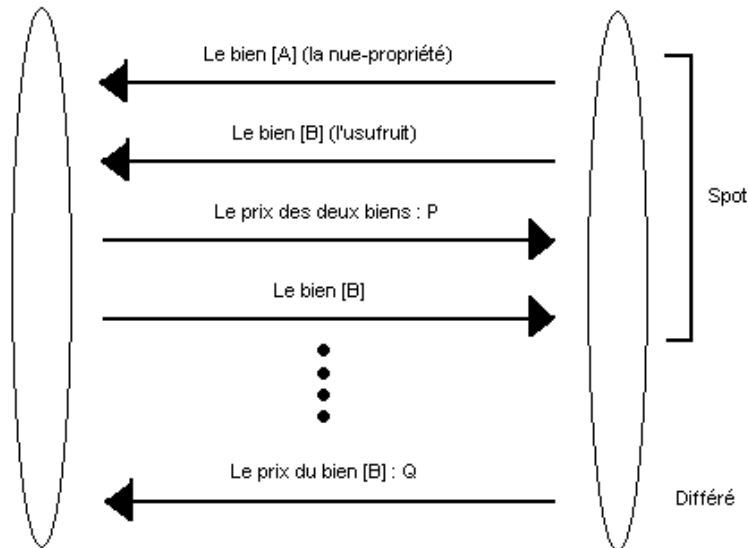


FIGURE 39 : DESCRIPTION ETAPE DE LA VENTE AVEC CONDITION DE BAIL SIMPLE

Ce double transfert paraît clairement inutile vu qu'elle se passe au spot. C'est ce qu'on appelle dans la jurisprudence islamique : « Al-Laghw ». Cette notion est évoquée dans la fameuse règle : Tout ce qui sort d'une main et y revient est un « Laghw ».

On peut alors simplifier l'opération précédente en éliminant les deux transfères inutiles du bien [B], et on arrive au diagramme suivant :

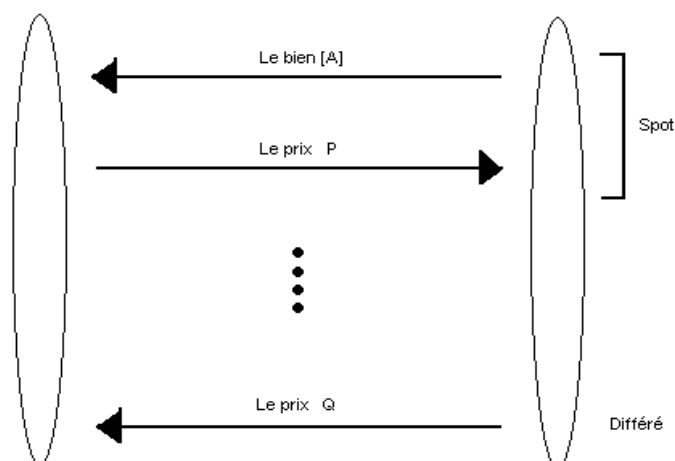


FIGURE 40 : SCHEMA SIMPLIFIE DE LA VENTE AVEC CONDITION DE BAIL SIMPLE

En se basant sur la figure ci-dessus (Le prix spot et le prix différé est noté respectivement par P et Q), les jurisconsultes interdisent cette opération pour les raisons suivantes:

Si $\{P < Q\}$: L'opération contient une usure ($Q-P$ en plus du don du bien [A]).

Si $\{P = Q\}$: C'est un prêt qui génère un profit (don du bien [A]).

Si $\{P > Q\}$: L'opération se compose en une vente du bien [A] au prix $P - Q$ et un prêt d'un montant = Q .

Cas d'autorisation de la vente avec condition de bail simple :

1) Si tous les flux en cash sont spots. (Cela revient pratiquement à une vente avec réserve d'usufruit).

2) Si le prix de vente et les loyers ne sont pas du même genre (par exemple un prix de vente payé en cash et des loyers payés en matière première).

3) Si entre les deux ventes, le bien est transformé. Dans ce cas, les deux transferts d'usufruits ne portent pas sur le même bien, ce qui élimine les soupçons de la « 'ina ». Dans ce cas, le prix de la première vente a été utilisé dans la transformation du bien, et ceci élimine les soupçons d'usure dans l'échange du prix de la vente et des loyers différés.

Vente avec condition de crédit-bail

C'est le même contrat précédent (vente avec condition de bail simple) avec le retour de la nue-propriété du bien à son propriétaire d'origine à la fin du contrat de deux façons:

1) Avec un don ou une vente à prix symbolique, si les loyers couvrent au moins le prix de la nue-propriété.

2) Avec une vente au prix nominal, si les loyers ne couvrent pas le prix de la nue-propriété.

Comparaison avec la vente de « Wafaa » :

La vente dite de « Wafaa » possède plusieurs formes, en particulier une très proches de la vente avec condition de crédit-bail. Quelques jurisconsultes la nomment : « Bay' Al-Istighlal ». La différence entre les deux ventes, est que dans la première, dite de Wafaa, le vendeur peut racheter le bien quand il le souhaite et le prix de rachat est le même que celui du prix de vente.

Notons que la vente « Wafaa » est moins contestable que la vente avec condition de crédit-bail. En effet, une des contreparties s'engage à racheter le bien à un prix. Par conséquent cette opération est considérée comme une dette, alors que dans le cas de la vente wafaa, le vendeur peut exercer une option d'achat s'il le souhaite.

La majorité des jurisconsultes ont interdit la vente de « Wafaa ». Ceci a poussé plusieurs jurisconsultes à émettre le même jugement concernant la vente avec condition de crédit-bail (« 'ina Al-Manfaâ » est plus manifeste dans la vente avec condition de crédit-bail que dans la vente avec condition de bail simple).

4. Résumé des problématiques des Sukuks Ijarah

Malgré la divergence des jurisconsultes sur certains points, on peut résumer l'ensemble des critiques concernant les Sukuks Al-Ijarah dans les points suivants :

- L'émetteur s'engage avant l'émission du Sukuk et avant la vente du sous-jacent, à l'acheter, à l'échéance, avec sa valeur nominale. Les investisseurs ne seraient pas prêts d'acheter le Sukuk

sans cet engagement de l'émetteur. Ceci est considéré comme une vente de 'ina conditionnée interdite par les quatre écoles.

- Les investisseurs ne peuvent vendre le sous-jacent qu'à l'émetteur. Cette vente est ainsi une 'ina pure.
- Les investisseurs obligent l'émetteur à racheter le sous-jacent au prix nominal même si ce dernier perd de la valeur : ceci va à l'encontre d'une réelle propriété qui devrait entraîner une exposition au risque de marché.
- Vu que l'émetteur s'engage à rembourser les Sukuks en cas de perte de leur valeur, les Sukuks sont considérés comme étant de la dette dans son bilan, alors que normalement, il est censé améliorer son bilan en les vendant !
- Le loyer est parfois indexé sur le LIBOR et non pas sur les vrais coûts de location (indice de location par exemple). Ceci conforte l'idée selon laquelle ces produits sont des titres de créances pures.

5. Historique et tendance de l'industrie des Sukuks

La vente de Wafaa a été discutée lors de la conférence de 1412H (1992), où il a été décidé de par la note 68/4/7, de son interdiction. Plusieurs imminents juristes ont exprimé leurs inquiétudes par rapport à l'avenir de la finance islamique. En effet, Mohamed Anas Zarqa a expliqué que n'importe quelle banque pourrait vendre un de ses biens à une contrepartie, qui va lui louer ce même bien avec les mêmes taux pratiqués sur le marché puis racheter ce même bien à la maturité de cette transaction. De ce fait, n'importe quelle banque pourrait devenir du jour au lendemain une banque islamique, et l'industrie financière ne cherchera pas à innover afin de trouver de vraies alternatives. De même, l'imminent juriste Taqi Usmani, a souligné que les ruses ne devraient plus être utilisées comme sources des transactions financières islamiques.

Malheureusement, les inquiétudes des juristes ont été confirmées par l'industrie, qui a pris cette même tendance évoquée par Taqi Usmani. En 2001 les premiers Sukuks étaient structurés par une vente conditionnée par une location : l'émetteur vend un sous-jacent à la SPV, qui lui loue par la suite. L'émetteur fournit une promesse d'achat du sous-jacent à la SPV, avec comme montant la valeur nominale du Sukuk à la maturité. D'un point de vue théorique, la SPV n'est pas obligée de vendre le sous-jacent à l'émetteur lui-même (vente « Wafaa »).

Compte tenu de l'évolution de la réglementation internationale en 2002, la propriété des actifs du sous-jacent est devenue restreinte, vu que les détenteurs des Sukuks ne peuvent vendre leurs actifs à termes qu'à l'émetteur. Ainsi la majorité des Sukuks pouvaient être assimilés à des obligations conventionnelles ordinaires. La situation s'est encore détériorée par l'introduction de certaines conditions en faveur des détenteurs des Sukuks afin qu'ils soient sûrs de vendre les actifs du sous-jacent à l'émetteur si les actifs perdent de leur valeur, comme ce fut le cas dans les Sukuks Nakheel.

La situation s'est dégradée encore, avec l'apparition des Sukuks Al-Musharaka en 2005, où l'émetteur et la SPV signent un contrat de Musharaka, avec une part faible de l'émetteur, par exemple 10%, et une part de 90% pour les détenteurs de Sukuk représentés par la SPV. L'émetteur s'engage par la suite, à racheter les parts des détenteurs du Sukuk à un prix supérieur au nominal. À supposer que cet engagement se fasse avec des actifs tangibles, cette

opération s'apparente à une vente d'actions spot avec un engagement de rachat à terme à un prix majoré, ce qui n'est rien d'autre qu'une vente de 'ina.

En 2008 le Sheikh Taqi Usmani a émis sa célèbre fatwa qui critiquait le marché des Sukuks, considérant que 85% des Sukuks dans le marché n'étaient pas en adéquation avec la Shari'ah et il affirma que :

« Il n'y a pas de doutes sur le fait que les comités de Shari'ah ont permis aux banques islamiques d'utiliser des opérations s'approchant plus de la ruse qu'à des opérations réelles, mais cette permission s'est faite sur la base d'un contexte difficile avec peu de banques islamiques. Le but était de permettre aux banques de survivre en essayant de converger progressivement vers l'application stricte de la Shari'ah dans ses opérations et prendre leurs distances petit à petit par rapport aux banques conventionnelles. »

Ainsi, à la suite de la fatwa de maître Taqi Usmani, l'AAOIFI a émis en Septembre 2007 un premier rapport visant à corriger la tendance du marché des Sukuks surtout concernant les Sukuks Al-Musharaka. Il a été interdit aux Musharik, Mudharib ou au Wakil de s'engager à racheter les parts des détenteurs des Sukuks avec leur valeur nominale. Il a été interdit, aussi, de faire crédit aux détenteurs des Sukuks lorsque les cash-flows ne permettent pas de payer les coupons.

Dans le même rapport en version préparatif figurait cette partie spécifique aux Sukuks Al-Ijarah : « Il est interdit que le contrat de propriété des détenteurs de Sukuks, ou leur représentant, contienne une condition de location après la vente auprès du détenteur initial du bien, ou un engagement d'achat (Wa'd) du locataire ». Mais cette partie fut supprimée dans le rapport final émis en Février 2008 et fut remplacée par : « Il est licite que le locataire s'engage (Wa'd) dans les Sukuks Al-Ijarah de racheter à maturité les biens avec leur valeur nominale à condition que ce dernier ne soit pas Mudharib, Musharik ou Wakil ». Ce rapport a donc rendu licite la vente de 'ina conditionnée, pourtant proscrite par l'ensemble des quatre écoles de droit.

CHAPITRE 4

Quelques expériences internationales d'émission de Sukuks

I. Qatar Sukuk Global (2003)

1. Informations basiques

Le Sukuk Global Qatari a été émis par le gouvernement du Qatar en 2003 au travers d'un Fonds Commun de Créances (FCC) dans le but de financer le développement proposé du Hamad Medical City à Doha au Qatar. L'émission, libellée en dollars, fut d'un montant de 700 millions. Elle offrit à ses porteurs une rémunération variable semi-annuelle égale au LIBOR US 6 mois majoré de 40 points de base. Sa maturité fut de 7 ans. Elle arriva à échéance en Octobre 2010.

2. Structure de l'émission

Le Sukuk Global Qatari, comme le Sukuk Global malaisien et le Sukuk du gouvernement du Bahreïn, repose sur la structure simple de l'Ijarah. Ce Sukuk garantit également le capital via la promesse d'achat à maturité des actifs à la valeur nominale du contrat d'Ijarah. Le financement est exécuté en commençant par le transfert de la propriété de la parcelle de terrain à la SPV par le biais d'un accord d'achat (Purchase Undertaking). Il est à noter que contrairement au Sukuk malaisien, la propriété réelle est transférée à la SPV et non pas seulement la propriété bénéficiaire. La SPV est propriétaire du terrain à titre de fiduciaire et est également agent des détenteurs de Sukuks. La SPV reloue les terres au gouvernement du Qatar pour une durée de 7 ans en échange de versement de loyers semi-annuels. Les paiements périodiques des deux premières années comprennent seulement la location (i.e. LIBOR + 40 points de base sur le prix d'émission de 700 millions de dollars). Le paiement sur les cinq dernières années inclut également l'amortissement de la propriété (un dixième des 700 millions de dollars pour chaque paiement périodique). De ce point de vue, durant les cinq dernières années, le Sukuk du Qatar est similaire à une obligation conventionnelle avec amortissement du nominal.

Le paiement final du nominal est régi par l'engagement d'achat et de vente (Purchase & Sale Undertaking) qui sont des engagements irrévocables respectivement pour le gouvernement du Qatar d'acheter, et pour la SPV de vendre, la même parcelle de terre pour un prix fixe de 700 millions de dollars (moins tous les paiements accumulés de l'amortissement qui ont déjà été réalisés sur la propriété à partir de la troisième année).

L'obligation d'achat fournit à la SPV le droit d'exiger du gouvernement du Qatar le rachat de la parcelle de terrain à tout moment durant la vie du Sukuk. Il peut donc entrer en vigueur avant même l'arrivée à maturité du Sukuk.

Bien que la structure ne précise pas le terme «garantie» de paiements aux détenteurs de Sukuk pour des raisons liées à la Shari'ah, les engagements irrévocables qui spécifient le prix auquel le gouvernement serait obligé de racheter le terrain à n'importe quel instant dans le temps, satisfait le besoin de sécurité demandé par les investisseurs. Ses engagements peuvent être interprétés comme équivalant à une garantie souveraine non-écrite. Il a été considéré comme tel par les investisseurs conventionnels et par les agences de notations vu que le Sukuk a reçu la même note long-terme de l'État du Qatar lui-même, à savoir A+ par S&P.

Le Sukuk global du Qatar peut être échangé sur le marché secondaire (tout comme la plupart des autres Sukuks Ijarah), car chaque Sukuk représente une part de propriété indivisible d'une immobilisation corporelle : la parcelle de terrain.

3. Répartition géographique des investisseurs dans les Sukuks

Le Sukuk Global du Qatar a eu la plupart de ses investisseurs du Moyen-Orient. Les investisseurs européens et asiatiques y investissent à la hauteur de 13 et 14% respectivement.

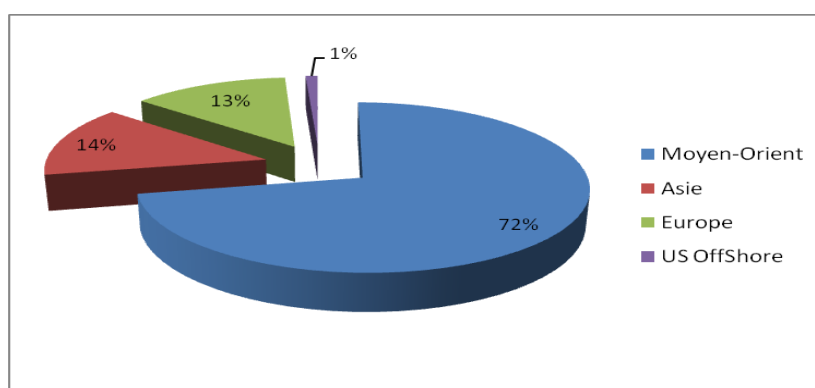


FIGURE 41 : REPARTITION DES INVESTISSEURS DU SUKUK GLOBAL DU QATAR

II. Saxe-Anhalt Sukuk (Allemagne, 2004)

1. Information basique

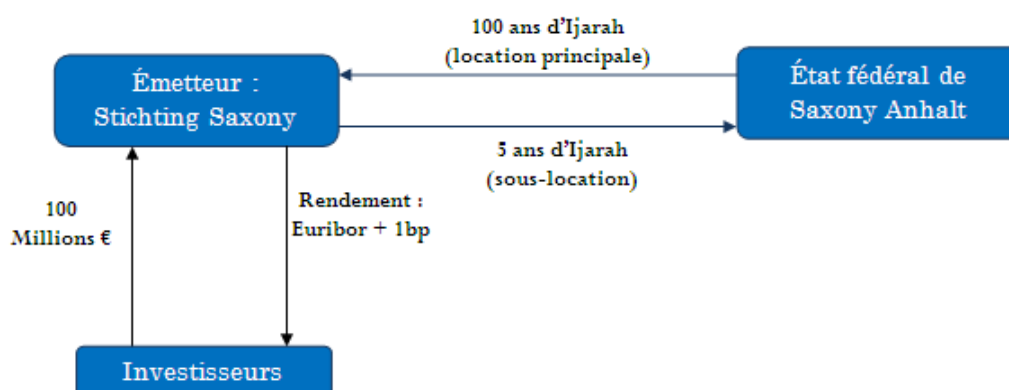
Au mois d'août 2004, le Land¹⁶ allemand de Saxe-Anhalt a émis une obligation de 100 millions d'euros pour une période de cinq ans, notée AAA conformément au "crédit rating" du land. Ces obligations payaient un taux d'intérêt égal au taux EURIBOR. La transaction, pilotée conjointement par Citigroup et Kuwait Finance House, a été entièrement souscrite à concurrence de 60% auprès d'investisseurs du CCG établis dans le Royaume de Bahreïn et aux Émirats Arabes Unis. Les 40% restants ont été investis en Europe. Cette structure reposait sur un trust placé aux Pays-Bas. Ce dernier était chargé de payer les cash-flows de l'obligation sous la forme d'une redevance dans le cadre d'un contrat de leasing long terme d'actifs attachés au Ministère des Finances. En d'autres termes, les porteurs de certificats du trust possédaient ostensiblement l'usufruit de ces actifs pour une période de cinq ans. Ensuite, c'est au Ministère des Finances que revenait l'obligation de servir aux investisseurs, une rémunération variable indexée sur l'EURIBOR, au travers d'un trust SPV.

16 Un land est un État fédéré de la République fédérale d'Allemagne

Cette structure évite la qualification de "leasing directeur" qui a été prohibée par les juristes contemporains. En effet, d'après Sheikh Usmani : "Dans un leasing directeur, un preneur conclut un contrat de sous-leasing avec plusieurs sous-preneurs. Ensuite, il invite les autres à participer à son entreprise en partageant avec eux les loyers reçus par le biais de ses contrats de sous-leasing. ...Cet arrangement est contraire aux principes de la Shari'ah. ... Le preneur ne possède pas le bien en question et il ne peut bénéficier que de son usufruit. Cet usufruit ayant été transmis aux autres sous-preneurs, [...] il ne possède plus rien, ni le corpus du bien ni son usufruit."¹⁷

Le montage allemand écarte ce problème en inversant l'ordre des étapes dans la transaction. En effet, en premier lieu, le gouvernement met en leasing l'actif qu'il détient à long terme, accordant ainsi un droit d'usufruit au trust SPV, et ensuite seulement, il conclut un contrat de sous-leasing à court terme, payant un taux d'intérêt variable lié au taux EURIBOR en tant que loyer. De plus, à chaque étape, la partie qui reçoit les fonds, les reçoit en échange du transfert du droit d'usufruit.

2. Structure de l'émission



Taille d'émission	100 Millions €
Maturité	2009
Rendement	6M Euribor + 1 bp
Montant unitaire	500 K€
Arrangeur	City Islamic Investment Bank
Lead Manager	Citigroup Gloabl Markets
Co-Lead Manager	Kuwait Finance House
Note	Fitch : AAA, S&P : AA-
Listing	Bourse Luxembourg

¹⁷ Usmani (1998, p.180)

III. Tamweel Sukuk (Dubai, 2007)

1. Informations basiques

Il y a eu très peu de Sukuks structurés sans engagement de rachat des actifs sous-jacents par l'émetteur. Parmi ces cas, on trouve les Sukuks de 210 millions de dollars émis par Tamweel Résidentiel CI ABS Limited en Juillet 2007 avec une maturité de 30 ans.

2. Structure de l'émission

Le donneur d'ordre, Tamweel PJSC, basé à Dubaï, cherchait à équilibrer son bilan en vendant une partie de son portefeuille de financement résidentiel structuré avec des contrats Ijarah de manière conforme à la Shari'ah. Dans le cadre de ces contrats Ijarah, les clients louent des villas ou des appartements de Tamweel. A la fin de la durée du bail, si tous les paiements de location sont honorés, le locataire client obtiendrait le titre de propriété du bien loué.

La solution adoptée par Tamweel était de structurer des Sukuks avec une réelle vente de ses actifs immobiliers aux investisseurs.

Les Sukuks Tamweel residential ABS ont été structurés ainsi :

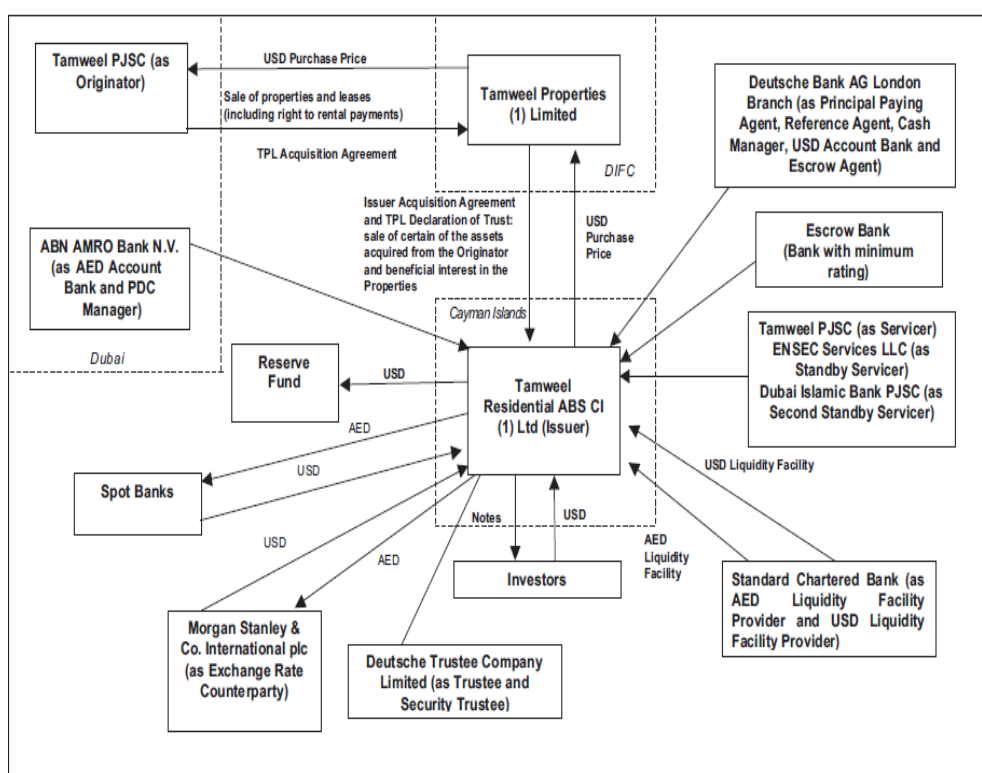


FIGURE 42 : SCHEMA DU SUKUK TAMWEEL RESIDENTIAL ABS

Tamweel transfère la propriété légale de ses actifs immobiliers à 'Tamweel properties', basé à Dubaï, qui agit comme SPV. Cette dernière transfère à son tour ses droits sur les actifs à 'Tamweel residential ABS', basée aux îles Caïmans. Cette dernière agit comme la SPV émettrice des Sukuks.

Les revenus générés par les Sukuks proviennent de 3 types de contrats Ijarah :

- 1) des contrats Ijarah avec un loyer fixe variant entre 180.000 AED et 7.000.000 AED (fixed Ijarah)
- 2) des contrats Ijarah avec un loyer variable indexé sur le taux EIBOR¹⁸ (flexi Ijarah)
- 3) des contrats Ijarah hybride (hybrid Ijarah)

Les coupons des Sukuks sont distribués mensuellement tous les 25 du mois, depuis le 25 septembre 2007 jusqu'au 25 juin 2037 comme expliqué ci-après.

Notons aussi qu'il a été convenu d'une option de rachat des actifs à la 12^{ème} année :

A n'importe quelle date de distribution des coupons qui suit le 12^{ème} anniversaire de l'émission des Sukuks (25 juin 2019), Tamweel a convenu avec TPL, la SPV émettrice, d'exercer son droit, si elle le souhaite, d'acheter toutes les propriétés et les actifs vendus à TPL en donnant un préavis d'achat de 90 à 30 jours avant la date d'exercice.

Morgan Stanley agit en tant que bookrunner¹⁹ pour la transaction et fournit une série de solutions conformes à la Shari'ah pour la couverture du risque de taux de change AED/USD.

Standard Chartered Bank agit comme fournisseur de liquidités en AED et en USD pour les Sukuks. Cette banque s'engage, principalement, selon l'accord signé avec l'émetteur, à assurer à n'importe quelle date un montant minimal en AED égal à 2 % de la valeur totale des titres convertie en AED avec le taux de change à la date en question, et à assurer à n'importe quel jour un montant minimal en USD égal à 5 % de la valeur totale des titres calculée à la dernière date de distribution des coupons précédant le jour en question.

Les Sukuks Tamweel residential ABS possèdent plusieurs caractéristiques :

- Ils représentent les premiers Sukuks Asset-Backed avec une vente réelle ("true sale") au Moyen-Orient offrant aux investisseurs une véritable propriété des actifs immobiliers. Les investisseurs ont recours aux actifs à maturité. En effet, il n'y a aucun engagement de rachat des actifs par l'émetteur. Tamweel souhaitait que les actifs immobiliers, sous-jacents aux Sukuks, sortent de son bilan définitivement. Elle évitait ainsi, l'augmentation de son passif en s'engageant à racheter les actifs à maturité.
- Les Sukuks Tamweel residential ABS ont été considérés parmi les meilleurs produits de l'année 2007.
- Ce sont les premiers Sukuks qui mettent en place, avec une structure conforme à la Shari'ah, plusieurs tranches d'investissements classées en 4 catégories : A, B, C et D.

Les Sukuks à l'origine sont des titres équivalents. L'un des principaux défis jurisprudentiels était la mise en place d'une émission de Sukuks multi-tranches. Tandis que la subdivision est normale avec les obligations conventionnelles, on pensait, selon les principes de la Shari'ah, qu'il n'est pas possible d'avoir différentes catégories d'actions ou de Sukuks. Le Sheikh Dr Hussain Hassan a émis une fatwa qualifiant l'émission de Sukuks avec différentes classes comme étant en conformité avec la Shari'ah. Le raisonnement de base est que tout investisseur est libre de faire ce qu'il veut avec son investissement. Par conséquent, les porteurs de titres d'une catégorie peuvent

¹⁸ EIBOR est le taux interbancaire aux Emirats Arabes Unis

¹⁹ Bookrunner : Banque en charge de la tenue du livre d'ordre

s'engager dans les termes et conditions des Sukuks à réserver une partie de leurs coupons afin de payer les autres investisseurs ou à ce que les porteurs de titres d'une autre catégorie soient prioritaires à eux en terme d'ordre de paiement. Au sein de la même catégorie, les porteurs de titres jouissent des mêmes droits sans distinction.

Bien que les spécialistes de la Shari'ah ne soient pas tous d'accord avec cette analyse, il semble que de nombreux chercheurs ont accepté le fait de subdiviser les Sukuks en plusieurs catégories ou classes, même s'ils proposent différentes façons pour atteindre cet objectif.

Pour les 4 classes des Sukuks Tamweel residential ABS, le minimum de souscription est de 100.000 USD, et les coupons sont distribués mensuellement le 25 de chaque mois depuis le 25 septembre 2007 jusqu'au 25 juin 2037.

Ci-dessous les caractéristiques des 4 classes :

Classe	Principal (USD)	Pourcentage du nominal du Sukuk	Notation Moodys	Notation Fitch	Coupon
A	177.450.000	84,5%	Aa2	AA	Libor + 0,35% avant 25 juin 2019. Libor + 0,70% après 25 juin 2019.
B	15.330.000	7,3%	Baa1	BBB+	Libor + 1,20% avant 25 juin 2019. Libor + 2,40% après 25 juin 2019.
C	9.870.000	4,7%	Ba3	BB-	Libor + 3,95% avant 25 juin 2019. Libor + 7,90% après 25 juin 2019.
D	7.350.000	3,5%	non attribué	non attribué	Libor + 10%.

- ❖ La note de la catégorie A (Aa2 par Moodys et AA par Fitch) est parmi les meilleures notes obtenues à ce jour au Moyen-Orient et en Afrique du Nord.
- ❖ Les Sukuks Tamwwel residential ABS sont exposés à un risque lié au taux de change : en effet, les paiements de location des actifs immobiliers sont en dirham des Émirats Arabes Unis, alors que les investisseurs, porteurs des Sukuks, souhaitent être payés en dollar américain. Le dirham des Émirats Arabes Unis est indexé sur le dollar américain et n'est pas exposé au risque de fluctuations du marché de change. Toutefois, la question se posait au cas où cette indexation est brisée. Si cela se produit, la banque Morgan Stanley, s'est portée garante pour échanger les dirhams émiratis contre les dollars américains au taux indexé.
- ❖ Un échange de deux monnaies, qui ne se fait pas sur une base comptant, est interdit par la Shari'ah, il s'agit de Riba. Cependant, se procurer un wa'd (une promesse) de la part d'une banque pour acheter des dirhams des Émirats Arabes Unis en échange des dollars américains a été jugé acceptable par les conseillers de la Shari'ah :
 - Il s'agit d'un engagement de la banque d'échanger des dirhams AED contre des dollars USD si l'émetteur le demande (plutôt qu'un contrat bilatéral)
 - Si l'émetteur souhaite faire l'échange, il aurait besoin d'envoyer un avis à la banque d'échange décrivant le montant et la date de l'échange
 - À ce stade les deux parties entrent dans un accord bilatéral d'échange AED contre USD

- L'échange des monnaies devrait avoir lieu normalement le même jour que l'accord de vente/achat. Néanmoins, il est souvent impossible en pratique de réaliser la signature, le retour de l'avis et l'échange de monnaies dans le même jour. La Fatwa a été délivrée pour que l'échange ait lieu deux jours ouvrables suivant l'avis au plus tard. L'approbation a été fondée de point de vue jurisprudentiel sur la nécessité, parce qu'au sein du système bancaire international, le mouvement de fonds peut nécessiter deux jours ouvrables pour l'achèvement de l'échange.

IV. Sukuk DP World (Dubai, 2007)

1. Informations de base

Les Sukuks DP World ont été émis par DP World, un opérateur portuaire, filiale de Dubai World Corporation, et donc indirectement émis par le gouvernement de Dubai. L'émission a eu lieu en Juillet 2007 dans le but de financer les besoins d'activités de l'entreprise qui était à peine sortie d'un plan de restructuration et avait des plans d'expansion majeurs. L'émission libellée en dollars avait une valeur faciale totale de 1.5 milliards de dollars, mais a été introduit avec un discount de 0.25% par rapport à la valeur faciale. Le Sukuk offrait à titre indicatif un taux annuel de rendement de 6.25%, payé semi annuellement et avait une échéance de 10 ans. Ils arrivent à maturité en 2017.

2. Structure de l'émission

Le Sukuk DP World utilise la structure Mudharaba. DP World joue le rôle de Mudharib (gérant du partenariat) alors que la SPV (Entreprise en charge des Sukuks DP World) est assimilée au Rab Al-Mal (ou financier). Les investisseurs payent le prix d'émission des Sukuks à l'entreprise en charge des Sukuks DP World Ltd. La SPV utilise les fonds levés comme capital pour la Mudharaba, conformément à un accord de Mudharaba conclu entre la SPV et DP World. DP World investit le capital de la Mudharaba dans ses activités commerciales selon un plan d'investissement en conformité avec la Shari'ah (consistant essentiellement au développement du terminal 2 du port Jebel Ali) conçu pour générer des "bénéfices", qui seront utilisés au service des certificats. L'accord de Mudharaba est caractérisé par un ratio de partage des bénéfices prédéfini. Il a été fixé à 99% de bénéfices pour la SPV, (afin de les distribuer aux détenteurs de Sukuks), et 1% pour le Mudharib. Il faut noter que l'accord de Mudharaba, étant un partenariat d'investissement, ne peut pas spécifier ou garantir un taux prédéterminé de rendement comme dans le cas de contrats de ventes comme Ijarah, Salam ou Murabaha. En conséquence, le taux de rendement est purement indicatif. Cependant, si les gains sont insuffisants, DP World sera tenue de fournir un financement en conformité avec la Shari'ah pour couvrir les paiements dans leur intégralité. Le risque de crédit est finalement propre à DP World et d'une certaine manière DP World va assurer que les détenteurs de Sukuks reçoivent le taux de rendement de 6.25%.

Le Sukuk comprend un engagement d'achat inconditionnel de DP World, qui prévoit dans le cas d'insolvabilité de la SPV ou d'un défaut de paiement, que DP World paie promptement tous les montants dus. Cette garantie de paiement est équivalente à une garantie conventionnelle de DP World bien que pour des raisons de conformité avec la Shari'ah, de telles garanties ne peuvent

pas être spécifiées dans le prospectus ou tout autre document. Les détenteurs de Sukuks peuvent également les échanger avant leur échéance. Soit à la date prédéterminée d'achat ou en raison d'un événement de dissolution anticipée (tel que les cas standards de défauts mais aussi un changement de contrôle défini par une réduction de participation du gouvernement à moins de 50%). La SPV a le droit d'exercer son engagement de vente et DP World est tenue d'acheter l'intérêt bénéficiaire dans les actifs Mudharaba et tous les droits, avantages et prestations en vertu de ces actifs au prix d'exercice pertinent qui est fixé au niveau des recettes dans les certificats. Les Sukuks DP World portent une garantie indirecte indicative pour tous les paiements relatifs aux Sukuks (Parce que DP World est détenue par le gouvernement de Dubaï notée A+ par S&P et A1 par Moody's). Notons que le Sukuk représente une propriété dans les actifs Mudharaba, qui comprend des immobilisations corporelles et par conséquent est négociable sur le marché secondaire.

V. Villamar Sukuk (Bahreïn ,2008)

1. Informations basiques

Le Sukuk a été émis par la Gulf Holding Company (GHC), compagnie Koweïtienne créée en Novembre 2005, société qui offre des produits de placements et des services immobiliers conformes à la Shari'ah. Le Sukuk est utilisé pour le développement du Villamar@Harbour, un complexe résidentiel de luxe qui se trouve dans le prestigieux « Bahreïn Financial Harbour District » à Manama, au Bahreïn. Le coût de la construction a été estimé à 605 millions de dollars..

2. Structure de l'émission

Le Sukuk Villamar est le premier financement islamique de Sukuks sans recours dans la région MENA. En d'autres termes, Les porteurs sont exposés aux pertes encourues sur les actifs sous-jacents auxquels est adossé le Sukuk.

Les certificats de Sukuks Al-Musharaka émis par Villamar Sukuk Company Limited (société immatriculée aux Iles Caïman), d'un montant total de 190 millions de dollars ont été admis à la cote de la "Official List of Securities on the Dubaï International Financial Exchange" (aujourd'hui "Nasdaq Dubaï"). Le titre a été émis le 07 mai 2008, avec une maturité de 5 ans, offrant des coupons équivalent à LIBOR+275bps, noté A- par S&P.

Bien qu'elle repose sur un schéma de Sukuk Al-Musharaka, la structure n'inclut pas comme il était d'usage sur les marchés une promesse d'achat au prix du nominal. Elle repose plutôt sur les principes du financement de projet sans recours. Les détenteurs des Sukuks sont payés par les revenus de ventes sur plan. L'amortissement des paiements du nominal a commencé en 2011 à hauteur de 10% sur les 10 derniers coupons jusqu'à maturité du Sukuk en 2013. Ils seront payés uniquement sur la base des ventes dans le projet.

Le Sukuk Villamar est un excellent exemple de Sukuk Asset-Backed où les profits et les risques du Sukuk sont directement liés au projet lui-même

VI. Banque islamique de développement (BID, 2009)

1. Information de base

La banque islamique de développement est un acteur actif sur le marché des capitaux islamiques grâce notamment à ses programmes de Sukuks. Ces derniers comprennent une série d'émissions de Sukuks et sont souvent basés sur une structure hybride. Nous allons couvrir ici le programme de certificats de la BID, qui a commencé en septembre 2009 avec une valeur de 1.5 milliards de dollars.

2. Structure de l'émission

Le programme de Sukuk de la BID est monté à travers une structure hybride, utilisant les principes de l'Ijarah, Istisna'a, Murabaha en plus de Wakala. Les actifs du Sukuk comprennent au moins 51% d'actifs corporels tels que les contrats de l'Ijarah et les instruments de type equity, et au maximum 49% d'actifs incorporels tels que les créances de l'Istisna'a et de la Murabaha. La SPV achète, lors de l'émission des Sukuks, les actifs du trust via un contrat d'achat. Une promesse d'achat fournie par la BID en faveur de la SPV assure que la BID va acheter les actifs à un prix préfixé (incluant le montant nominal et les pénalités de retard des paiements périodiques) dans le cas d'un rachat ou d'une dissolution. Les détenteurs de certificats ont droit à des sommes distribuées périodiquement, annoncées avant l'émission dans le programme des certificats. Le prospectus spécifie pour chaque émission un taux de rendement minimal et maximal. La BID a convenu au travers des titres de lever des fonds (par des Qard Hassan ou Tawarruq) pour assurer ponctuellement le paiement des sommes distribuées périodiquement. La structure gère le portefeuille des actifs via un contrat Wakala (frais fixes). L'émission est structurée avec 51% d'actifs corporels minimum. Elle peut, donc, être négociable et échangeable sur le marché secondaire.

D'autre part, le prospectus ne mentionne pas la note du Sukuk. Cependant, il est clair qu'il aura la même note de solvabilité de la BID puisque celle-ci garantit le paiement du nominal par la promesse d'achat, et garantit les coupons grâce à la possibilité de recourir à des facilités de paiements (via des Qard Hassan ou Tawarruq) pour payer les éventuels déficits par rapport aux rendements espérés.

VII. General Electric Capital (Bermudes, 2009)

1. Introduction

Le Sukuk de GE Capital (Bermudes) (structuré en utilisant une société à responsabilité limitée basée aux Bermudes). Ce Sukuk représente un événement considérable pour le marché mondial des Sukuks pour les raisons suivantes :

- Premier Sukuk émis par une société classée parmi les premières capitalisations boursières.
- Premier Sukuk basé sur une participation dans des actifs aéronautiques et des droits sur la location de ces actifs.

Emetteur	GE Capital Sukuk Ltd, une société exonérée à responsabilité limitée sous la loi des Bermudes
Débiteur/Agent de service	Sukuk Aviation Leasing Inc.
Garant	General Electric Capital Corporation
Note (Moody's/S&P)	Aa2 / AA+
Format	Règlement S uniquement
Date de pricing	19 Novembre 2009
Échéance	5 ans (Fin programmée pour le 26 Novembre 2014)
Taille de l'émission	500 millions USD
Coupon	3.875%
Coordinateurs mondiaux	Citi/Goldman Sachs
Teneur de livre associé	Liquidity House / National Bank of Abu Dhabi
Chef de file associé	Bank Islam Brunei Darussalam
Co-gestionnaire	Standard Chartered Bank
Type de Sukuk	Al Ijarah
Loi applicable	Loi anglaise et loi de New York

Source : prospectus de GE Capital Sukuk Limited

2. Description de la société : GE Capital Sukuk Limited

L'actif sous-jacent des Sukuks est une participation dans des actifs aéronautiques et des droits de location sur ces actifs. Sukuk Aviation Leasing Inc. (SAL), filiale détenue à 100% par General Electric Capital Corp (GECC), vend sa participation dans les actifs aéronautiques à l'émetteur. Il prend le rôle d'un agent de service dans la transaction et s'engage à acheter les actifs sous-jacents à maturité. Les engagements de SAL envers GE Capital Sukuk Ltd. sont inconditionnellement et irrévocablement garantis par GECC.

L'émetteur de Sukuks utilise au maximum 90% des fonds levés pour acheter à SAL des participations dans un portefeuille d'actifs aéronautiques provenant et appartenant à diverses filiales de GECC. Ce portefeuille est géré par GE Capital Aviation Services (GECAS), filiale détenue à 100% par GECC. L'émetteur détient le droit de participation dans le portefeuille

d'actifs aéronautiques au nom des porteurs de Sukuks. L'émetteur octroie le reste des fonds collectés à SAL, qui les place dans un compte de réserve capitalisé, à l'aide d'un paiement différé Murabaha.

SAL, en tant qu'agent de service collecte les loyers issus des actifs loués ce qui permet d'avoir une réserve pour le paiement périodique des certificats fiduciaires. SAL garde tout surplus de trésorerie restant après la distribution du montant périodique dans un compte de réserve non capitalisé pour le bénéfice de l'émetteur. Ce compte est utilisé pour payer à l'avance des honoraires incitatifs à SAL.

Dans le cas de perte ou de destruction d'une partie, mais pas de la totalité, des actifs aéronautiques qui forment le portefeuille d'actifs sous-jacents, un compte de remplacement de flotte aéronautique sera crédité par les indemnités d'assurances collectées par SAL en sa qualité d'agent de service, pour le compte de l'émetteur.

De plus, SAL, en sa qualité d'agent de service, paiera toute différence si le montant assuré est inférieur à la valeur imputée aux actifs aéronautiques qui représentent les encours des Sukuks.

Si les loyers sont insuffisants pour le paiement périodique des coupons, l'opération bénéficie de trois possibilités de redressement de la situation :

- SAL crédite une autre fois ses honoraires anticipés sur le compte de réserve non capitalisé et y puise pour le paiement.
- Si les fonds disponibles dans ce compte sont insuffisants, SAL puisera dans le compte de réserve capitalisé.
- Dans le cas où les fonds de ces deux comptes ne sont adéquats, SAL peut choisir d'accorder un crédit sans intérêt à l'émetteur.

Le graphique ci-dessous montre la répartition des investisseurs du Sukuk GE Capital en fonction du type d'investisseur et de sa localisation géographique.

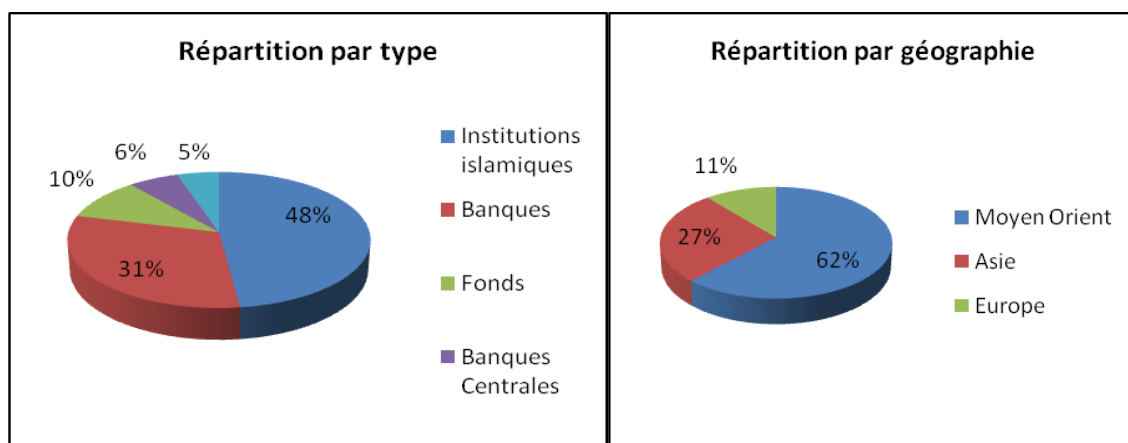


FIGURE 43 : REPARTITION DES INVESTISSEURS DE GE CAPITAL SUKUK LIMITED

3. Structure du Sukuk

Le graphique ci-dessous représente la structuration du Sukuk GE capital :

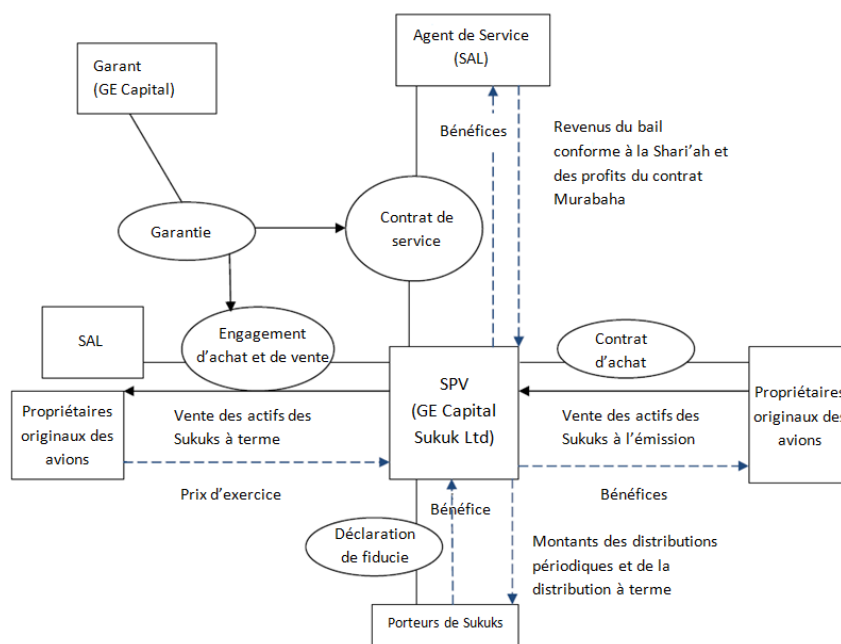


FIGURE 44 : STRUCTURE SUKUK GE - SOURCE : PROSPECTUS DE GE CAPITAL SUKUK LIMITED

4. Aspects importants

Dans cette partie du chapitre, nous allons analyser d'autres aspects importants du Sukuk de GE Capital :

- Choix de la domiciliation aux Bermudes
- Attrait pour les offres de Sukuks sur le marché financier aux États-Unis.
- Les valeurs mobilières américaines : règles et exceptions.

a. Choix de la domiciliation aux Bermudes :

Les SPV aux Bermudes sont adaptées pour le financement de structures en vue de l'acquisition de portefeuilles globaux d'actifs, comme dans le cas du Sukuk de GE Capital. Ce dernier étant un Sukuk de type Al-Ijarah émis pour financer le portefeuille global d'une location d'avions. Les autres raisons majeures pour la structuration du Sukuk aux Bermudes sont les suivantes :

Gouvernement	• Stabilité économique et politique. • Le gouvernement des Bermudes est ouvertement favorable aux entreprises, compte tenue de l'importance d'un secteur d'affaires international bien réglementé. • Le gouvernement des Bermudes est ouvert à la finance islamique et met en avant les normes les plus élevées en termes d'intégrité et d'honnêteté dans l'économie. • Les Bermudes sont dans la « liste blanche » de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OECD20). • Les Bermudes ont signés plus de 20 d'accords d'échanges d'informations fiscales.
--------------	---

20 (OCDE, Organization for Economic Co-operation and Development, OECD)

Loi et réglementation	- La législation aux Bermudes est basée sur des principes de loi communs avec la loi anglaise ce qui lui donne un rôle persuasif. - Juridiction transparente et bien réglementée. L'Autorité Monétaire des Bermudes qui est le réglementeur du secteur financier, adopte un régime de réglementation basé sur des principes d'éthique. - Les Bermudes ont une législation sur les fiducies et sur les sociétés qui est attractive pour les structures de Sukuks - Les sociétés aux Bermudes peuvent choisir un second nom en caractères non latins tels que l'arabe avec l'accord du bureau d'enregistrement des sociétés. - La législation privée de fiducies aux Bermudes est attractive pour les structures de finance islamique.
Mouvement internationaux de fonds	- Pas de contrôle du change pour les entreprises non-résidentes. - Pas de restriction sur le rapatriement des fonds.
Impôts	- Les Bermudes ont une juridiction fiscale neutre. - Extension du certificat d'exemption d'impôts jusqu'en 2035. - Il n'y a aucun droit de timbre sur tout instrument qui relate du commerce international aux Bermudes.
Accord de double imposition	L'accord de double imposition signé avec le Royaume du Bahreïn procure des opportunités de structuration pour les investisseurs qui s'intéressent à la région du CCG.
Listing des Sukuks	- La bourse des Bermudes adopte un régime non-discriminatoire et neutre en matière de religion dans le listing des Sukuks parmi son listing des règles de gestion de la dette. - Les Bermudes offrent des facilités administratives et économiques qui permettent aux émetteurs d'inscrire et de structurer leur Sukuks dans une seule juridiction.
Infrastructure	- Une grande concentration de capital intellectuel. - Des infrastructures et des équipements modernes.
Accessibilité	L'emplacement géographique des Bermudes avec une facilité d'accès depuis New York et Londres.

Tableau : Caractéristiques des Bermudes.

b. Attrait pour les offres de Sukuks sur le marché financier aux États-Unis

Le Sukuk de GE Capital illustre deux propositions de valeurs pour les acteurs du marché financier utilisant les Bermudes comme plateforme de transactions internationales de Sukuks depuis et/ou vers les marchés financiers américains.

Une étude indépendante réalisée en Mai 2012 par Albright Stonebridge Group (intitulée « US – Bermuda Economic Relations: Economic Impact Study – 2010 »²¹) a confirmé que l'environnement de commerce international aux Bermudes offre des avantages concurrentiels pour les entreprises américaines qui aspirent à devenir compétitives au niveau mondial.

▪ Première proposition de valeur : L'accès américain aux marchés financiers mondiaux

La première proposition de valeur donne l'occasion pour les sociétés basées aux États-Unis qui cherchent des moyens alternatifs de lever des capitaux au niveau mondial (principalement depuis le CCG et l'Asie du Sud Est) pour le refinancement de la dette et/ou le financement de portefeuilles mondiaux d'actifs.

Pour les sociétés telles que GE, une émission de Sukuks permet de diversifier leurs bases de financement et renforcer leur profils dans les régions de plus en plus importantes du Moyen-Orient and de l'Asie du Sud Est.

²¹ Ce rapport peut être consulté dans son intégralité sur le site web d'affaires aux Bermudes : www.businessbermuda.org

Ce Sukuk est également intéressant pour les investisseurs tels que les fonds souverains, les institutions et les investisseurs privés du CCG et de l'Asie du Sud Est qui cherchent à diversifier leurs portefeuilles mondiaux d'investissements islamiques et accéder aux marchés américains en investissant dans des Sukuks émis aux États-Unis.

Selon un rapport du « Financial Times », il y'a eu particulièrement durant cette dernière décennie le plus grand afflux de capitaux sur le marché financier américain de la part de groupes d'investissements du Moyen-Orient. Les institutions basées au Golfe ont fait des investissements de grande ampleur dans l'immobilier américain et le Private Equity. Les banques et les avocats aux États-Unis ont dû trouver des structures innovantes qui soient adaptées pour les investissements islamiques. Ces flux d'affaires sont moins visibles malgré leur taille importante car ils sont faits en privé.

- Deuxième proposition de valeur : L'accès mondial aux marchés financiers américains

La deuxième proposition de valeur concerne les émetteurs de Sukuks depuis le CCG et l'Asie du Sud Est qui cherchent à lever des capitaux depuis les marchés financiers américains pour le financement des projets croissants d'infrastructure et d'autres entreprises. Par exemple, le besoin de financement d'infrastructures demeure important au CCG. Selon « The Middle East Economic Digest », près de 2 milles milliards de dollars seront dépensés dans la région d'ici à 2020 pour le financement d'infrastructures et de projets planifiés et attendus. De plus un nombre important de ces projets sera financé par l'émission de Sukuks.

Ceci est intéressant pour les investisseurs américains qui recherchent une diversification géographique et une diversification des produits d'investir dans les Sukuks émis aux CCG et en Asie du Sud Est soit directement, soit au travers de fonds de Sukuks :

- Permet d'accéder aux classes d'actifs alternatifs dans les marchés émergents.
- Attrayant pour les investisseurs américains éthiques qui cherchent à accéder à des investissements socialement responsables dans les marchés émergents.
- Attrayant pour les investisseurs américains à la recherche d'une diversification d'investissements islamiques.

- c. Les valeurs mobilières américaines : règles et exceptions.

Tous les titres de placement dans le marché mondial doit être structuré en respect avec les lois de valeurs mobilières américaines. Dans le règlement S22, la commission boursière américaine stipule que toute offre faite à l'extérieur des États-Unis n'a aucunement besoin d'être enregistrée auprès de la commission. En supposant par conséquent que l'offre est une « transaction offshore », qu'il n'y a pas « d'efforts directs de vente » aux États-Unis et qu'il n'y a pas d'« intérêt de marché substantiel » aux États-Unis pour les titres, une offre peut être faite à seulement quelques avertissements dans le document de l'offre. Cependant, dans la mesure où le Sukuk cherche à attirer des investisseurs américains ou si une société américaine participe à l'offre, une attention particulière doit être accordée pour s'assurer que l'opération s'inscrit dans au moins une des exceptions du besoin d'enregistrement de la Section 5 des valeurs mobilières américaines de 1933.

22 Le règlement S est une réglementation de l'agence américaine SEC (Securities & Exchange Commission) qui permet aux entreprises de ne pas enregistrer les titres vendus à l'extérieur des Etats Unis pour des investisseurs étrangers.

Les deux principales exceptions pertinentes pour les échanges de Sukuks aux États-Unis sont données sous la loi 144A et le règlement S. Le Sukuk de GE Capital a été lancé sous le règlement S et certain Sukuks récents ont été structuré pour satisfaire les exigences de « Revente » aux investisseurs américains sous la loi 144A. Ces exemples peuvent montrer le début d'une tendance attractive des investisseurs américains et des émetteurs pour le marché mondial émergent des Sukuks.

Quand la commission boursière américaine a rédigé le règlement S, elle a établi soigneusement deux « zones de sécurités ». La première (loi 903) s'applique aux ventes menées par les émetteurs, distributeurs et leurs sociétés affiliées. La deuxième (loi 904) s'applique aux reventes par d'autres investisseurs. Une des principales exigences est que la « Personne américaine » ne doit pas être en mesure d'acheter des titres émis par des sociétés américaines en vertu du règlement S au cours d'une « période conforme de distribution », qui est de un an dans le cas des actions. Le marché Mezzanine tenu par la Bourse des Bermudes est l'un des rares sinon le seul marché du monde à avoir mis en place une méthode entièrement électronique pour assurer le respect de cette exigence, y compris le règlement électronique de toutes les opérations en temps normal.

A l'opposé, la loi 144A avait pour but de permettre la vente de titres non enregistrés à des investisseurs américains mais elle est limitée aux grandes institutions définies comme « Acheteurs Institutionnels Qualifiés ». Ces derniers sont des institutions qui disposent d'au moins 100 millions de dollars dans des actifs de placement. La loi 144A est devenue l'exception principale sur laquelle se basent des sociétés non-américaines quand elles accèdent au marché financier américain. En effet, plusieurs transactions sont structurées avec deux « Tranches », une s'adressant aux « Acheteurs Institutionnels Qualifiés » américains sous loi 144A, l'autre ciblant les investisseurs non-Américains sous le règlement S. Étant donné qu'aucune des tranches n'est enregistrée auprès de la commission boursière américaine, tous les titres émis sont restreints et peuvent être échangés soit selon le règlement S ou la loi 144A. D'une manière générale, après un an, les titres deviennent « non restreints » et peuvent être échangés librement.

VIII. Indonesia Global Sukuk (2009, Indonésie)

1. Informations basiques

La république d'Indonésie a émis en avril 2009 le *Global Sukuk* via une entité légale « Perusahaan Penerbit SBSN Indonesia 1 » qui agit en tant qu'un fiduciaire mandaté par le gouvernement indonésien.

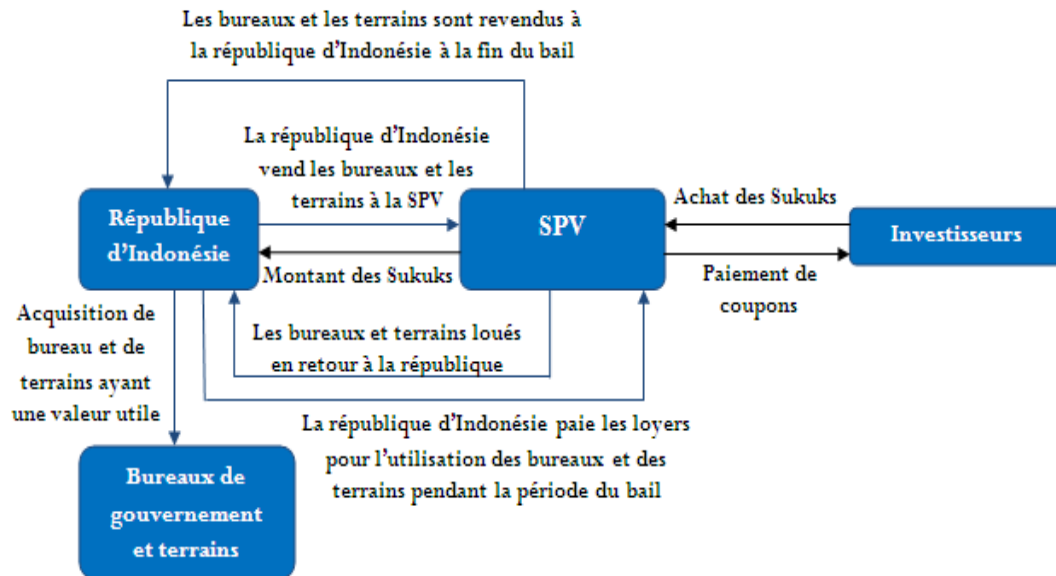
Le *Global Sukuk* est de type Sukuk Al-Ijarah. Les actifs acquis par la SPV se composent d'environ 66 biens immobiliers utilisés à des fins gouvernementales. Les biens sont localisés à Bandung et à Jakarta. Ces propriétés immobilières pourraient être remplacées par une substitution aux termes de la convention de substitution «Substitution Agreement²³ ».

Le gouvernement indonésien utilisera la collecte de fonds prévue par le Sukuk pour combler son déficit budgétaire. Le montant émis est de 650 millions de dollars américains. Le Sukuk arrivera à maturité en avril 2014 (maturité de 5 ans) et des coupons de 8,8% sont versés aux investisseurs avec une fréquence semestrielle.

²³ Un contrat entre deux parties qui remplace un précédent accord.

Les banques chefs de file et teneurs de livre (lead managers & book runners) de cette émission sont : Barclays Bank, HSBC et Standard Chartered, tandis que le payeur principal est Bank of New York Mellon. Le *Global Sukuk* est coté à Singapour Stock Exchange.

2. Structure de l'émission



IX. Khazanah Nasional Berhad (Malaisie, 2010)

1. Informations basiques

Khazanah est la structure d'investissement stratégique du gouvernement de la Malaisie. Elle est détenue majoritairement par le ministère de la Finance malaisien. Khazanah est très actif sur le marché des Sukuks.

Le Sukuk Danga Capital Berhad, émis le 13 Avril 2010, est considéré comme la plus grande émission de Sukuks sur la place financière de Singapour.

Cette émission est composée de 2 tranches :

- Une première tranche de nominal 600 millions de SGD²⁴ et de maturité 5 ans.
- Une deuxième tranche de nominal 900 millions de SGD et de maturité 10 ans.

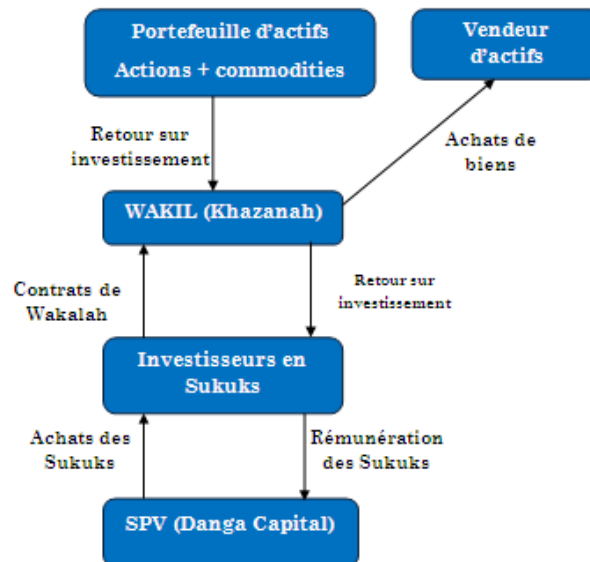
2. Structure de l'émission

Le Sukuk Khazanah Nasional Berhad I est basé sur la structure Al-Wakalah. La SPV, Danga Capital, collecte les fonds des détenteurs des Sukuks et les transfère à Khazanah qui investit les fonds en tant que Wakeel, sous un contrat de Wakalah, dans des classes d'actifs conformes à la Shari'ah (plus précisément des actions et des matières premières Shari'ah compliant).

²⁴ SGD : dollar de Singapour. Il vaut environ 0.81 USD

Pour chaque tranche, 51% du nominal est investi dans des actions Shari'ah compliant et le reste dans des Murabaha commodities.

Le coupon versé aux détenteurs du Sukuk provient des profits des Murabaha commodities ainsi que les dividendes versés par les actions.



X. Malaysia Global Sukuk Al-Wakalah (2011)

1. Informations basiques

Le Malaysia Global Sukuk Al-Wakalah représente la troisième plus grande émission de Sukuks malaisiens libellés en dollar américain. Son nominal est de 2 milliards de dollars alors que la demande des investisseurs a atteint 9 milliards.

Cette émission a marqué le pas par le fait qu'elle soit :

- La plus grande émission souveraine en 2011 libellée en USD
- Le premier Sukuk souverain structuré selon le principe Al-Wakalah
- La plus grande émission d'un Sukuk souverain
- Le plus faible rendement d'un émetteur souverain asiatique d'un Sukuk libellé en USD. C'est la conséquence de la forte demande des investisseurs encouragés par la bonne santé financière de la Malaisie ainsi que la rareté de sa dette libellée en dollar américain.

2. Structure de l'émission

Le schéma suivant représente la structure générale du Sukuk :

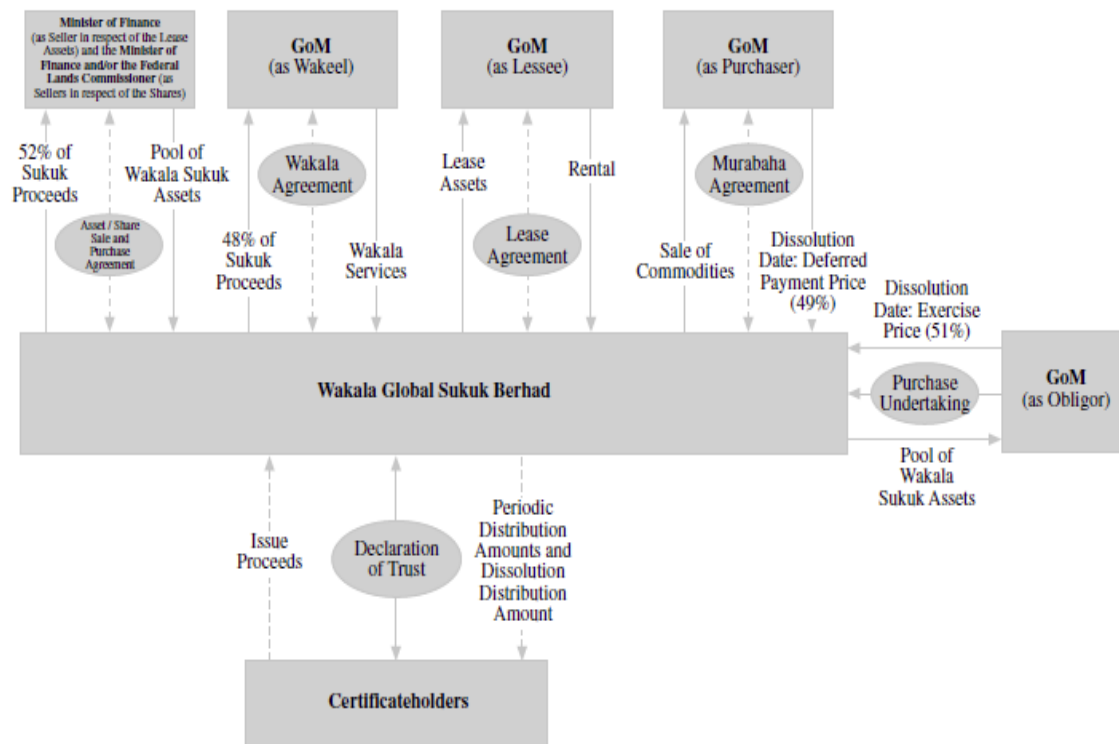


FIGURE 45 : STRUCTURE MALAYSIA GLOBAL SUKUK AL-WAKALAH

XI. Sukuk General Authority for Civil Aviation (Arabie Saoudite, 2012)

1. Informations basiques

L'autorité Saoudienne de l'aviation civile (GACA : Saudi Arabian General Authority for Civil Aviation) a émis un Sukuk de 15 milliards de rial Saoudien, d'une maturité de 10 ans, offrant un taux fixe de 2.5% annuel, disposant d'une garantie explicite du ministère de la finance Saoudien (Arabie Saoudite, Aa3 stable, selon Moody's).

Ce Sukuk va financer les développements de l'infrastructure de l'aéroport du roi Abdulaziz. Considéré comme étant le plus grand Sukuk en termes de taille d'émission dans le marché local, GACA est aussi le premier Sukuk Souverain d'Arabie Saoudite. Le Sukuk GACA représente 12% des investissements cash et de ses équivalents monétaires du système bancaire Saoudien. Il représente aussi 38% des investissements Cash des banques islamiques en Arabie Saoudite.

2. Structure de l'émission

Ce Sukuk a été structuré en tant que produit hybride Murabaha-Mudharaba. Son portefeuille est constitué de 51% de Mudharaba et 49% de Murabaha : cela garantit le fait que le Sukuk peut être échangé sur le marché secondaire.

A la date de Closing, les détenteurs de certificats de Sukuks vont acquérir X% des bénéfices que l'émetteur GACA, dégagera sur le chiffre d'affaire réalisé, auprès des compagnies aériennes. Ce dernier est généré grâce à :

- L'atterrissage à l'aéroport du roi Abdulaziz de Jeddah, à l'aéroport du roi Fahd de Dammam ainsi qu'à l'aéroport du roi Khaled de Riyad.
- Le stationnement des avions à l'aéroport du roi Abdulaziz (terminal de Hajj exclu), à l'aéroport du roi Fahd et à l'aéroport du roi Khaled.

L'exposition aux flux de ces aéroports est liée à la partie Mudharaba de la structuration du Sukuk. Pour la partie Murabaha, voici les informations prises du prospectus :

"The Issuer will, pursuant to the terms of the Murabaha Agreement (as defined in the Conditions), acquire from time to time Commodities from the Seller (each as defined in the Murabaha Agreements) for subsequent on-sale to independent third party purchasers."

De ce fait, l'exposition à la partie Murabaha est structurée soit sous la forme d'une Murabaha vanille, ou sous la forme d'une Murabaha inverse, avec une troisième contrepartie indépendante. Le Sukuk GACA n'est pas garanti par des actifs ou des titres, mais il dispose d'une garantie explicite du ministère des finances Saoudien.

Compte tenu de la rareté des émissions obligataires publique en Arabie Saoudite, le Sukuk GACA devrait constituer un Benchmark pour la courbe long terme pour le marché local, et réduire pour les banques saoudiennes les problèmes d'ALM. Notons que la moyenne des émissions de Sukuks d'état est de 3.1 années, alors qu'elle était de 6 années il y a dix ans.

3. Distribution géographique des investisseurs dans les Sukuks

Le Sukuk GACA est un Sukuk domestique en riyal Saoudien destiné aux banques locales Saoudiennes et aux investisseurs institutionnels Saoudiens.

XII. Sukuk Al Farooj (France, 2012)

Emetteur	Al Farooj France Gestion
Date d'émission	10 Juillet 2012
Échéance	10 Juillet 2015 (voire 10 Juillet 2016 ou 10 Juillet 2017 en cas d'extension)
Taille de l'émission	350.000 €
Coupon	8% par an
Type de Sukuk	Al-Mudarabah
Loi applicable	Articles L.228-38 et suivant du Code de Commerce (Loi Française)
Informations diverses	Le Sukuk Al Farooj est le premier Sukuk émis sous la législation française. Il a été souscrit auprès d'un nombre très restreint d'investisseurs privés (moins de 15). Les fonds levés (350.000 €) servent à financer le premier point de vente en France d'une chaîne de restauration rapide halal.

Al Farooj France Gestion (l' «**Émetteur**»), société par actions simplifiées, a besoin d'un financement à moyen terme pour assurer le développement d'un de ses projets via sa filiale AFF Alfortville, société en nom collectif au capital de 1.000 euros (la «**Filiale**»). Dans ces conditions, l'Émetteur s'est rapproché de plusieurs investisseurs dans le but d'obtenir un financement par voie d'émission d'obligations indexées pour un prix de 350.000 euros, correspondant à l'émission de 3.500 obligations d'une valeur nominale de 100 euros chacune (les «**Obligations**») à souscrire par différents investisseurs. Cette émission est faite dans le cadre de l'instruction 4 FE/S2/10, les Obligations étant traitées comme des Sukuks d'investissement.

La totalité du produit de l'émission des Obligations, déduction faite des frais liés à l'émission sera utilisée pour financer les investissements et le début d'activité de la Filiale.

Le paiement de la rémunération des Obligations est conditionné à la réalisation des conditions détaillées dans les modalités des Obligations figurant dans le prospectus de l'émission.

Les investisseurs sont prévenus des risques associés à l'éventuel non perception de la rémunération et au non-remboursement partiel ou total des Obligations, se déclarent disposés à participer au financement de l'Émetteur et, à ce titre, souscrivent à une partie des Obligations.

L'Émetteur affecte à la date d'émission des Obligations 40.000 euros (11.5 %) à un compte de réserve dédié aux Obligations («**Compte de réserve 1**»).

Le montant de la souscription des Obligations et le montant du Compte de Réserve 1 seront mis à la disposition de la Filiale via un compte courant ne portant pas d'intérêt (le «**Compte Courant**»).

Le Compte Courant sera affecté au financement des investissements et du fond de roulement de la Filiale.

Le Compte Courant pourra faire l'objet de demandes de remboursement par l'Émetteur afin de lui permettre de respecter ses obligations de paiement auprès des Investisseurs.

L'Émetteur constituera un second compte de réserve (le «**Compte de Réserve 2**» et, collectivement avec le Compte de Réserve 1, les «**Comptes de Réserve**») destiné à être abondé par les distributions de bénéfices de la Filiale.

L'Émetteur s'engage :

1. A prendre toutes décisions afin que la totalité des bénéfices distribuables de la Filiale soit chaque année distribué à l'Émetteur, dans toute la mesure permise par les dispositions applicables.
2. A affecter, après déduction des sommes allouables à la réserve légale et à l'impôt sur les sociétés dû par l'Émetteur, les bénéfices distribués par la Filiale en priorité à l'abondement des Comptes de Réserve dédiés aux Obligations dans la limite du montant correspondant d'une part à la rémunération des Obligations et l'autre part au remboursement du principal des Obligations. La totalité des bénéfices de la Filiale restant après les déductions visées ci-dessus puis après abondement du Compte de Réserve 1 seront affectés au Compte de Réserve 2 comme suit :
 - a. 1% des bénéfices nets de la Filiale sera affecté à un sous-compte Emetteur ; et
 - b. Le solde sera affecté à un sous-compte Investisseurs.

XIII. CBB Sukuk Al Salam (Bahreïn, 2012)

1. Informations basiques

Sur les marchés financiers, on aperçoit uniquement deux émetteurs de Sukuks Al-Salam. Ils ont la particularité, néanmoins, d'être des émetteurs réguliers.

Il s'agit de deux émetteurs souverains : le royaume du Bahreïn et la république de la Gambie. Le premier émet un Sukuk Al-Salam chaque mois, tandis que le deuxième émet un ou plusieurs Sukuks Al-Salam par mois. Dans les deux cas, les Sukuks Al-Salam sont à souscrire directement auprès des banques centrales des deux pays, et ils ont une maturité courte de trois mois.

Au Bahreïn le produit est à souscrire auprès de la banque centrale du Bahreïn, plus précisément la Bahreïn Monetary Agency. Destiné aux banques islamiques et aux institutions financières locales le Sukuk Al-Salam est utilisé par ces établissements pour des fins de gestion de liquidité. Le taux de marge dans le produit est généralement identique à celui du taux de rendement d'un bon de trésor conventionnel de même maturité.

A fin mars 2012, le montant total des Sukuks Al-Salam du royaume du Bahreïn en circulation s'élevait à 150 millions de dollars. Ce montant est subdivisé en trois émissions de 50 millions de dollars chacune. Quant à l'état Gambien, le montant total de ses Sukuks Al-Salam s'élevait à 6 millions de dollars à la même date. Ce montant est subdivisé en 6 émissions de différents montants. Notons que les deux Sukuks Al-Salam sont libellés dans la devise domestique de leurs pays émetteurs.

2. Structure de l'émission

La Shari'ah considère la revente des Sukuks Al-Salam comme une vente de créances, donc illicite (voir pour plus de détails chapitre 3, partie 3). De ce fait, il est impossible d'échanger ce type de Sukuks sur le marché secondaire. Cette caractéristique du produit explique sa courte maturité. Les investisseurs, devant absolument garder le titre jusqu'à maturité, ne peuvent acheter ce produit que si sa maturité est courte. Sinon ils courraient un risque de liquidité élevé.

L'actif tangible des Sukuks Al-Salam de l'état du Bahreïn est l'aluminium. Le royaume est, en effet, un des plus grands producteurs de ce métal à l'échelle mondiale. L'entreprise bahreïnienne « Aluminium Bahreïn BSC » (ALBA) s'est placée en 2010, comme neuvième producteur mondial d'aluminium²⁵. En 2011, ALBA a réalisé un chiffre d'affaire de 2,3 milliards de dollars.

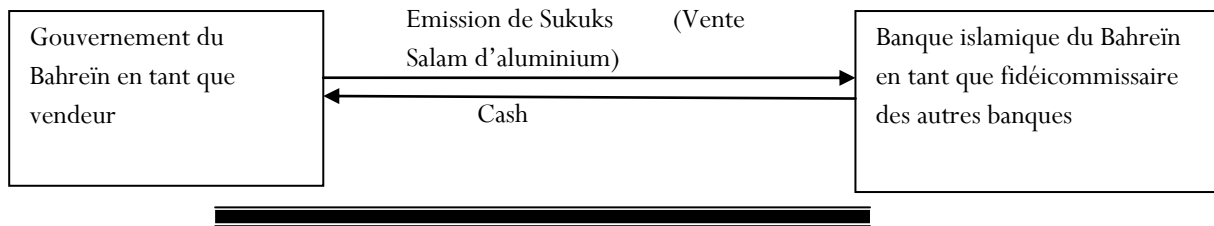
Avec l'aluminium comme actif, l'opération de financement via les Sukuks Al-Salam dans le cas du Bahreïn se déroule en deux étapes :

- A la conclusion de l'opération, le gouvernement reçoit le cash de la banque islamique du Bahreïn contre l'émission de Sukuks. Cette dernière agit en tant que fidéicommissaire des différents investisseurs. Le gouvernement réalise par ce biais, une vente Salam (vente prépayée avec livraison future) d'aluminium aux porteurs des Sukuks.

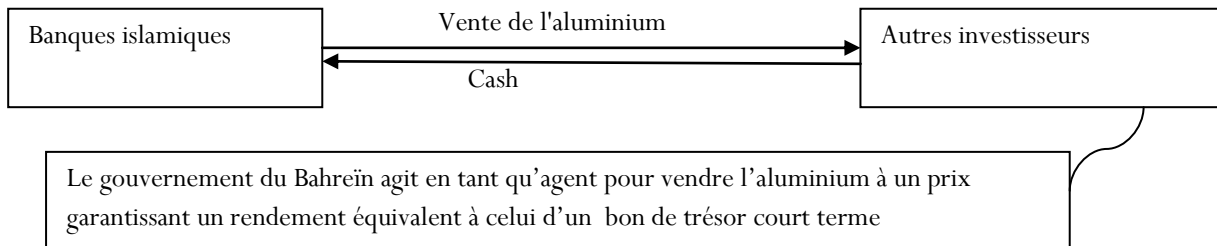
A l'échéance les porteurs de Sukuks deviennent propriétaires de l'aluminium. Le gouvernement en tant que vendeur Salam doit livrer l'aluminium vendu. Toutefois, il agit dans cette étape en tant qu'agent des porteurs des certificats, mandaté pour vendre l'aluminium à une tierce partie. Le gouvernement, en ayant fait la promesse auprès des investisseurs à l'émission, vend à la tierce partie l'aluminium au prix initial majoré d'une marge. Cette dernière est généralement équivalente au rendement d'un bon de trésorerie de même maturité.

Le schéma suivant synthétise la structuration du produit et décrit les flux à la conclusion de l'opération et à l'échéance :

1/ A la conclusion



2/ A l'échéance



Ce produit, à structuration plutôt complexe, comporte certaines interrogations d'un point de vue jurisprudentiel :

- Les investisseurs ne courent pas le risque de la variation du prix de l'aluminium. Il est ainsi utilisé comme un élément de séparation pour justifier la tenue de l'opération Al-Salam.
- Le passage du rôle de gouvernement de vendeur d'aluminium, dans un premier temps, au rôle d'agent de vente du métal n'est pas clairement décrit. Par conséquent, on ne sait pas s'il y a un vrai échange physique de l'aluminium qui s'opère, et on ne sait pas comment le gouvernement couvre l'opération. On peut se poser quelques interrogations sur la nature de la couverture et sa compatibilité avec la Shari'ah.
- La promesse engageante, de la part du gouvernement est sujette de divergence entre les experts de la Shari'ah (voir pour plus de détails le chapitre 3, partie 2).

XIV. Sukuk Orasis (France, 2012)

Structurer	Legendre patrimoine
Date d'émission	Variable
Échéance	15 ans avec option d'achat à 10 ans
Taille de l'émission	Variable
Coupon	Sous forme de loyer de 7%. Le loyer est augmenté chaque année de 1% (le loyer de la deuxième année est de 7.07%)
Type de Sukuk	Al-Ijarah
Souscription minimal	5.000 €
Remboursement	Dissolution au prix du marché à la quinzième année. Option de rachat à 87% à l'année 10.
Véhicule d'investissement	Société en participation (SEP)
Secteur d'activité	Energie solaire
Certification shari'ah	Comité Indépendant de finance islamique en Europe : CIFIE

Il s'agit du premier Sukuk, ouvert à l'investissement grand public, en France. L'objectif de ce Sukuk est de financer des centrales électriques photovoltaïques installées en France métropolitaine et aux Dom-Tom.

Le montage utilisé est assez souple. Chaque émission de Sukuks est dédiée à une centrale solaire. Ceci permet de bénéficier d'une grande liberté en ce qui concerne les dates et les tailles des émissions. Le montant total de chaque émission dépend du prix de la réalisation de la centrale et de son coût de revient.

La structuration utilisée est une Ijarah. Les montants investis sont regroupés dans une SEP (Société En Participation) qui sert de SPV, dans un montage classique de Sukuks. La SEP, propriétaire de la centrale photovoltaïque, loue cette dernière à une société d'exploitation moyennant un loyer annuel de 7%. Le loyer est révisé chaque année de 1% afin de palier à l'inflation. La rente de la deuxième année est ainsi de 7.07%. Le schéma suivant résume le montage du Sukuk Orasis :

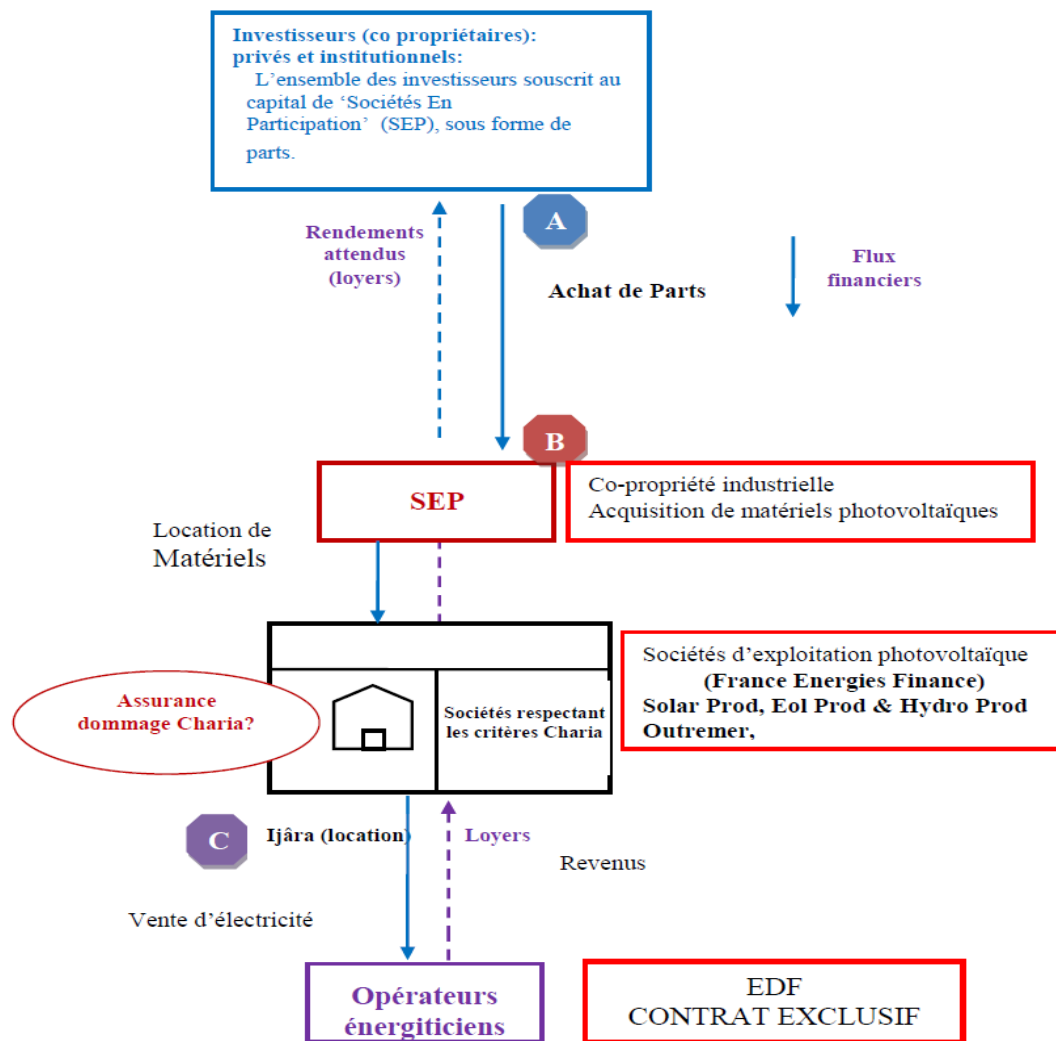


FIGURE 46 : MONTAGE SUKUK ORASIS

Les investisseurs bénéficient d'une option de revente de la centrale à la dixième année à 87%. En tenant compte du montant du remboursement et de la réévaluation annuelle du coupon, le Sukuk a un rendement actuariel de 6.01%. Le Shari'ah board a émis des réserves vis-à-vis de cette option et recommande aux porteurs de ne pas l'exercer pour être conformes aux exigences de la Shari'ah.

CHAPITRE 5

Les Sukuks : une opportunité de financement pour le Maroc

I. Cadre réglementaire au Maroc

La structuration d'un Sukuk requiert la mise en place d'un véhicule juridique d'investissement ad hoc. Les actifs tangibles à l'opération de financement sont transférés à cette entité juridique qui émet en contrepartie, des certificats Sukuks au profit des investisseurs. Il s'agit, en effet, d'une opération de titrisation. Habituellement cette technique est utilisée pour transférer des créances des établissements financiers à des investisseurs. Dans le cas des Sukuks l'opération se réalise, obligatoirement, sur des actifs tangibles.

L'entité juridique de titrisation prend différentes nomenclatures en fonction de la juridiction. En droit anglo-saxon on parle souvent de SPV : Special Purpose Vehicle. Dans la législation française, le véhicule utilisé peut être une SEP -société en participation- voir même une SNC – société en nom collectif -.

Le Maroc quant à lui, dispose d'un cadre législatif spécifique aux opérations de titrisation. L'entité juridique de titrisation la plus commune est le FCPT : Fonds de Placements Collectifs en Titrisation.

Actuellement seules les créances des établissements financiers peuvent être accueillies dans un FCPT. Le gouvernement marocain, via son ministère des finances, a préparé très récemment, un projet de loi visant à élargir le champ des actifs pouvant être titrisés et rendant possible l'émission des Sukuks.

Nous commençons cette partie par la présentation du cadre légal actuel de la titrisation au Maroc. Nous attacherons, ensuite, une attention particulière au véhicule juridique marocain de la titrisation, le FCPT. Nous analyserons à la fin de cette partie le projet d'amendement de la loi de la titrisation qui ouvre la voie à l'émission des Sukuks au Maroc.

1. Lois de titrisation marocaine



FIGURE 47 : EVOLUTION DES ENCOURS DES FONDS DE TITRISATION AU MAROC

La première loi 10-98 sur la titrisation a été annoncée en août 1999 et mise en application en janvier 2002 dans un contexte de surliquidité bancaire et sans aucune incitation fiscale. Son champ d'application était limité aux créances hypothécaires saines de 1er rang, détenues exclusivement par des banques et destinées au financement de l'acquisition ou construction de logements individuels. Ainsi, seul le CIH en a bénéficié avec la mise en place de trois fonds de titrisation de prêts immobiliers destinés aux particuliers.

Compte tenu des contraintes de cette première loi sur la titrisation, Maghreb Titrisation a entamé, dès 2003, la réflexion pour son amendement en vue notamment de permettre à d'autres établissements initiateurs qui ont un besoin permanent en financement d'en bénéficier.

A la suite de nombreuses consultations, discussions et approbations, la loi 33-06 n'est devenue opérationnelle qu'en octobre 2010 avec la publication des arrêtés ministériels d'application.

Selon Houda Chafil, directrice générale de Maghreb Titrisation, le principal objectif de ce nouveau cadre juridique était d'adapter la titrisation aux spécificités de l'économie marocaine à cette époque. Cette dernière reposant, entre autre, sur une politique ambitieuse de grands projets, portée essentiellement par les établissements publics et financée en grande partie par les établissements de crédit.

A cet effet, la plus importante réforme de la loi était celle de l'élargissement du champ d'application de la titrisation, à tout type de créances actuelles ou futures détenues par les entreprises publiques et les établissements de crédits, les délégataires de services publics et les sociétés d'assurance et de réassurance.

Le véhicule phare de cette loi 33-06 qui sert à titriser les créances est le FCPT : Fonds de Placements Collectifs en Titrisation. La partie suivante aborde ce véhicule en détail en termes de définition et de juridiction.

Malgré l'élargissement de la liste des créances éligibles par rapport à l'ancienne loi n° 10-98, la loi n° 33-06 n'est pas aussi souple que la plupart des lois sur la titrisation existantes dans d'autres pays, notamment européens. Ainsi, la titrisation de créances d'entreprises commerciales n'est actuellement pas possible. De même, la titrisation de risque crédit ou assurantiel ou la titrisation d'actifs tangibles ne peut non plus être réalisée au travers du véhicule de titrisation créé par la loi n° 33-06.

2. FPCT (Fonds de placement collectifs en titrisation)

SPV (Special Purpose Vehicle)

Définition :

Une SPV, de l'anglais Special Purpose Vehicle, est une entité juridique créée pour réaliser un objectif limité et bien défini (par exemple, effectuer une location, des activités de recherche et développement ou une titrisation d'actifs financiers). Une telle entité ad hoc peut prendre la forme d'une société commerciale, d'une fiducie, d'une société de personnes ou d'une entité sans personnalité juridique. Les entités ad hoc sont souvent créées avec des clauses juridiques qui imposent des limites strictes et quelquefois permanentes du pouvoir de décision de l'organe de direction, du gérant ou de la direction quant aux opérations de cette entité. Fréquemment, ces dispositions stipulent que la politique de conduite qui fixe les activités courantes de l'entité ad-

hoc ne peut pas être modifiée, si ce n'est par son créateur ou son initiateur (i.e., elles fonctionnent pour ainsi dire en « pilotage automatique »).

Adaptation d'une SPV au Maroc

Il existe au Maroc une structure semblable à la SPV. Cette structure est utilisée dans les opérations de titrisation. Il s'agit du Fonds de Placements Collectifs en Titrisation (FPCT).

Définition d'un FPCT :

Un FPCT est un véhicule ad hoc qui a pour objet exclusif l'acquisition de créances hypothécaires, détenues par des établissements de crédit, en vue d'émettre en une seule fois des parts représentatives de ces créances.

Fonctionnement d'un FPCT :

L'actif d'un FPCT comprend les créances acquises, les flux de paiements provenant de ces dernières, ainsi que tout produit de la trésorerie.

Le passif d'un FPCT comprend les parts représentatives des créances acquises par le fonds. Le fonctionnement d'un FPCT diffère selon la nature du montage élaboré. Le principe de son fonctionnement est le même pour les différents montages et consiste à rétrocéder au FPCT les flux résultants du recouvrement des créances. Les sommes récupérées sont par la suite distribuées aux porteurs de parts, selon un protocole prédéterminé d'allocation de flux.

Risque d'investissement en parts de FPCT :

Les principaux risques auxquels sont exposés les investisseurs en parts de FPCT sont :

- Le risque de liquidité pouvant résulter d'un retard de paiement des débiteurs (emprunteurs).
- Le risque de crédit pouvant résulter de la défaillance d'un ou plusieurs débiteurs.
- Le risque de taux pouvant résulter d'une évolution défavorable de la courbe des taux.

Cadre juridique d'un FPCT :

C'est une entité juridique n'ayant ni personnalité morale, ni physique, qui est gérée par un établissement gestionnaire dépositaire.

L'autorité du contrôle du FPCT est le CDVM (Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières).

L'établissement gestionnaire du FPCT est tenu de :

- Soumettre au CDVM un document d'information relatif au FPCT, conformément au modèle type élaboré. Ce document est établi par l'établissement gestionnaire sous la responsabilité du ou des établissements initiateurs, en vue du placement des titres émis par le FPCT auprès des investisseurs.
- Remettre à tout souscripteur une copie du document d'information susvisé.
- Soumettre le projet de règlement de gestion au CDVM pour avis, lorsqu'il n'est pas fait appel public à l'épargne, et pour agrément lorsqu'il est fait appel public à l'épargne.

Définition du CDVM :

Le CDVM est un établissement public doté de la personnalité morale et de l'autonomie financière. Il fut institué par le Dahir n° 1-93-212 du 21 septembre 1993, qui en fixe la mission et les moyens d'action. Il a pour mission de :

- Protéger l'épargne investie en valeurs mobilières ou tous autres placements réalisés par appel public à l'épargne.
- Veiller à l'information des investisseurs en valeurs mobilières en s'assurant que les personnes morales qui font appel public à l'épargne établissent et diffusent toutes les informations légales et réglementaires en vigueur, afin de permettre aux investisseurs de prendre des décisions dans un marché transparent.
- Veiller au bon fonctionnement du marché des valeurs mobilières en assurant sa transparence, son intégrité et sa sécurité.
- Veiller au respect des diverses dispositions légales et réglementaires régissant les marchés des capitaux.
- Accompagner le développement du marché en assistant le gouvernement dans l'exercice de ses attributions en matière de réglementation des marchés des capitaux.

Règlement de gestion d'un FPCT :

Le règlement de gestion du FPCT précise les conditions et les critères de gestion, de placement et d'affectation des liquidités du FPCT qui peuvent être placées dans les valeurs suivantes :

- Les valeurs émises par le Trésor et les titres de créance garantis par l'Etat,
- Les dépôts effectués auprès d'un établissement de crédit agréé conformément à la législation en vigueur,
- Les titres de créance négociables,
- Les parts de FPCT, à l'exception de ses propres parts,
- Les parts ou actions d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) obligations et/ou OPCVM monétaires.

3. Projet de l'amendement de la loi 33-06

Conscient de l'importance de la titrisation en tant qu'outil stratégique de financement pour l'économie marocaine, le Ministère de l'Economie et des Finances accompagné par Maghreb Titrisation et des experts nationaux et internationaux, a procédé à la refonte du cadre légal et fiscal de la titrisation au Maroc.

En effet, le gouvernement marocain a soumis à la chambre des représentants le 06/12/2012 un projet de loi modifiant et complétant la loi n° 33-06 relative à la titrisation des créances.

Ce projet de loi apporte trois nouveautés majeures :

1- L'ouverture à de nouveaux émetteurs

Dans l'état actuel des choses, seuls les établissements de crédit, les assurances et les établissements publics ont le droit de titriser leurs créances. Le nouveau projet de loi, démocratise le recours à cette opération en la rendant possible pour toute personne, organisme ou entité, dont l'Etat. Seules les personnes physiques ne sont pas habilitées à recourir à la titrisation.

2- Elargissement des types d'actifs éligibles à la titrisation

Grâce à ce projet de loi, les organismes de placements collectifs en titrisation (OCPT), peuvent accueillir un panel d'actifs éligibles beaucoup plus large qu'auparavant. La notion de créances est ainsi remplacée par la notion d'"actifs éligibles", qui recouvre tant celle d'actifs corporels, immobiliers ou mobiliers.

L'article 16 définit quatre catégories d'actifs éligibles à une opération de titrisation:

- les créances,
- les titres de créances,
- les biens immobiliers et mobiliers,
- et tout autre actif qui serait défini le cas échéant par voie réglementaire.

3- Les Sukuks comme instruments pouvant être émis par les OCPTs

Hormis les actions et les titres de créances, le projet de loi mentionne explicitement les Sukuks comme instrument pouvant être émis par les OCPTs. L'émission de Sukuks est conditionnée par l'obtention d'une attestation de conformité aux prescriptions de la Shari'ah, auprès du Comité Shari'ah pour la finance.

La section II du chapitre II du projet de loi définit les règles spécifiques aux émissions de certificats Sukuks qui peuvent être répartis en deux catégories : les Sukuks émis dans le cadre d'un placement auprès d'investisseurs marocains uniquement et les Sukuks émis auprès d'investisseurs internationaux.

Nous pensons que ce projet de loi offre un cadre assez complet et assez souple pour émettre différents types de Sukuks structurés sur différents actifs tangibles. Il laisse aux règlements intérieurs régissant les OCPTs une grande liberté en termes de nature de parts émises (actions, obligations et/ou Sukuks avec la possibilité de se doter de plusieurs compartiments) et de leurs subordinations. Il ouvre même la voie à l'émission de Sukuks de droit étranger et de cession d'actifs dans le cadre d'une législation étrangère. Il répond ainsi à des problématiques que l'industrie des Sukuks a connues dans certains cas, comme ceux exposés dans le chapitre III.

Toutefois, les propositions de modifications législatives de la fiscalité concernant les véhicules de titrisation, telles que mentionnées dans la note de présentation du projet d'amendement, doivent rentrer en vigueur rapidement. L'expérience française démontre que le cadre fiscal joue un rôle crucial dans l'efficacité économique et financière des Sukuks. En effet, **tous les contrats usuels de finance islamique sont établis en droit français**. Cependant, ces opérations de financement ne peuvent être économiquement viables que si des aménagements fiscaux interviennent pour réduire l'écart de l'imposition par rapport à un contrat conventionnel équivalent.

Dans un contexte de déficit prononcé des liquidités et de contraction des crédits bancaires, il devient nécessaire pour les acteurs en besoin de financement, d'accéder à de nouvelles sources de capitaux (alternatives aux prêts bancaires et complémentaires aux émissions obligataires). Dans cette optique, le cadre réglementaire révisé de la titrisation pourra en effet ouvrir les marchés financiers à des acteurs ne pouvant pas accéder aux marchés obligataires (jeunes entreprises) ou seulement à des conditions dissuasives (qualité de crédit moindre) et d'offrir un nouveau profil d'investissement aux acteurs de la place.

Ces évolutions permettront également d'assurer de façon plus sécurisée le financement de nombreux projets d'infrastructures au Maroc, mais également le financement de tous types d'actifs des entreprises marocaines.

Parallèlement, dans une approche d'internationalisation et de positionnement comme hub financier régional, la nouvelle loi permettra de favoriser l'émergence du marché des Sukuks au Maroc. La nouvelle ère de titrisation permettra aux émetteurs marocains se s'orienter vers des investisseurs internationaux notamment au Moyen-Orient et en Asie.

II. Les Sukuks : une opportunité pour le Maroc

1. Pourquoi les Sukuks ?

La caractéristique la plus marquante des Sukuks est le financement d'actifs tangibles. Une telle structure est plus que demandée après la tourmente financière mondiale observée durant ces quatre dernières années. Cette crise a mis en évidence l'exubérance de la dette et des opérations à effet de levier. La finance islamique, quant à elle, est intrinsèquement liée à l'économie réelle, exigeant que tous les financements soient acheminés directement à des fins productives, par opposition à des activités purement spéculatives.

2. Pourquoi le Maroc ?

Le Maroc, avec son ouverture à l'international et son économie libérale, peut servir de centre d'échanges et d'investissements. Les besoins du pays en investissements dans les années à venir sont très importants. De ce fait, les Sukuks peuvent jouer un rôle notable dans la réalisation de projets de développements : pôles technologiques, tourisme, commerce, agriculture, projets d'infrastructures, énergies renouvelables, projets routiers ou autoroutiers... Ce nouveau mode d'investissement au Maroc, pourrait tenter de nouveaux investisseurs et ramener de nouveaux capitaux au royaume.

Alors que les marges de manœuvres financières de l'Etat et des collectivités locales sont plus étroites que jamais, la finance islamique constitue pour le Maroc une source intéressante de financement alternatif. La crise de la dette européenne devrait favoriser la croissance des Sukuks, pour des raisons évidentes de diversification, mais aussi grâce à la demande croissante sur le marché marocain exprimée par plusieurs investisseurs et banques de Moyen-Orient. Émettre des Sukuks serait également un formidable accélérateur du développement de la finance islamique au Maroc. Le gouvernement concrétiserait alors, à l'égard du marché, sa volonté politique de faire de la place de Casablanca le « hub » de la finance islamique en Afrique.

3. Clients potentiels

Marché domestique :

Les Sukuks seraient une solution efficace de gestion des investissements pour les futures banques islamiques qui s'installeraient au Maroc. Ces instruments peuvent aussi être utilisés comme solution ou support d'investissement à destination des gérants d'actifs.

Les Sukuks peuvent aussi intéresser les épargnants particuliers : plusieurs exemples de ce type ont été expérimentés en Malaisie avec succès. Ce type de clientèle a un gros potentiel, souvent sous-estimé. L'exemple récent de l'Italie démontre ce fait. Le gouvernement italien a réussi à placer, au mois de mars 2012, la somme de 7 milliards d'€ auprès de 130 000 particuliers.

Marchés internationaux :

Les Sukuks offrent une solution pertinente d'investissements aux banques et aux fenêtres islamiques implantées en zone Euro. Par exemple, les Sukuks Salam peuvent être utilisés par la banque Chaabi Harmonis pour gérer ses liquidités. Actuellement, le total des dépôts que comptabilise cette banque est estimé à 10 millions d'€ selon une source proche de cet établissement. Les Sukuks peuvent aussi être utilisés comme support de placement par les nouveaux contrats islamiques d'assurances vies, récemment lancés en France. Bien évidemment, ce type de Sukuk pourrait intéresser les épargnants musulmans résidants en Europe. Les Sukuks seraient incontestablement un canal complémentaire de placements et de diversifications pour les investisseurs institutionnels (CCG, Europe, US...).

III. Structurations proposées et projets associés

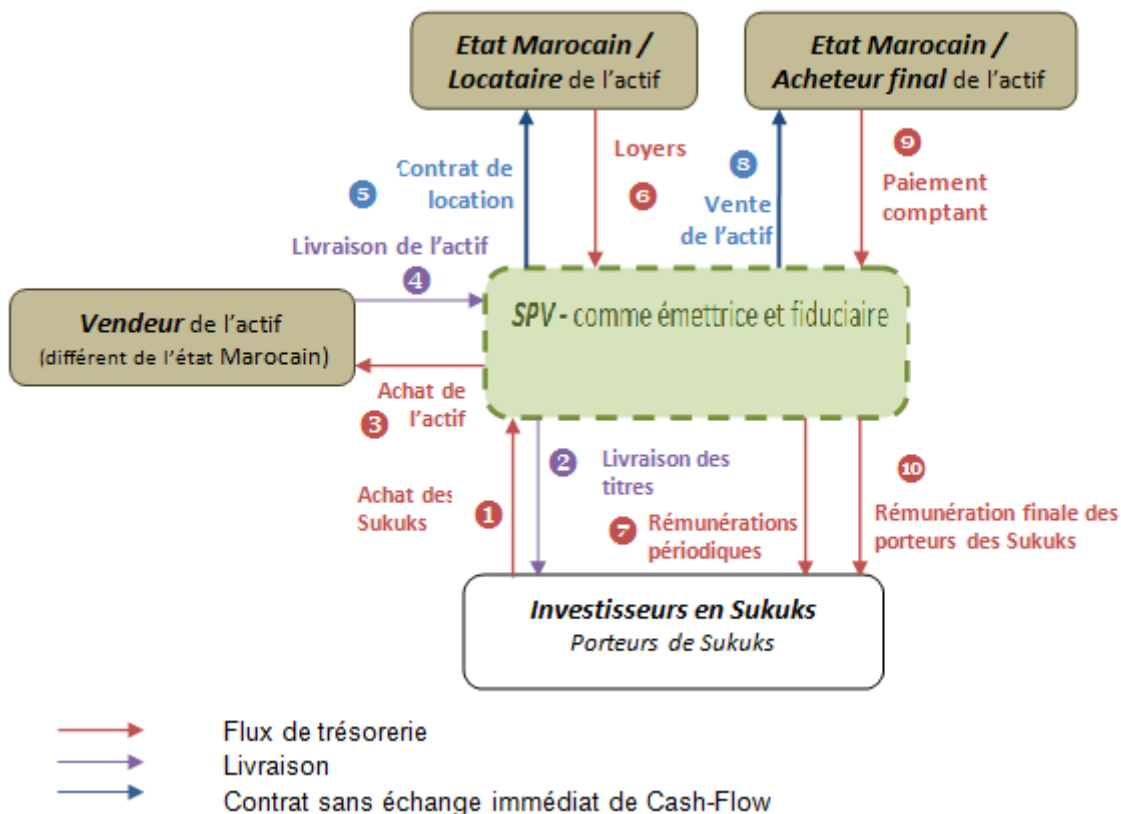
Les Sukuks, comme les obligations, comportent un risque de crédit inévitable lié à la solvabilité de l'émetteur.

Dans le cas de projet assez robuste, avec des perspectives de croissance, un Sukuk Asset-Backed de type Musharaka ou Mudharaba est à envisager. Ce sont les structures les plus proches de l'esprit de la finance islamique qui incarnent au mieux le principe de partage de profits et de pertes. Notons que ces lignes de produits (surtout des Sukuks Musharaka/Mudharaba) ne devraient plus être considérées dans la ligne de produits de Fixed Income, mais les détenteurs de ces titres supportent plutôt un risque proche d'un risque actions lié à l'activité/projet sous-jacent. De ce fait, le marketing de ces produits doit se réorienter afin de chercher des investisseurs prêts à prendre les risques inhérents à ce type de produits. (Fonds d'investissements, Private Equity...)

En contrepartie, la tendance de certains émetteurs à répliquer une obligation conventionnelle, serait tout simplement une reproduction d'un produit déjà existant. D'autant plus, qu'elle serait non conforme aux principes de la finance islamique, et plus chère que l'obligation conventionnelle, compte tenu de la nature des Sukuks qui engendrent des frottements fiscaux.

Afin de rester le plus proche possible de l'esprit de la finance islamique tout en minimisant les risques inhérents à une première émission, **la structuration que nous privilégions pour la première émission souveraine de Sukuk pour le Maroc est de type Ijarah.**

1. Sukuk Al-Ijarah



La structure repose sur les points suivants :

- Achat des souscripteurs des Sukuks via une instance représentative (un OPCT), d'un sous-jacent (un terrain, des avions ou des bateaux, un centre commercial...) de son détenteur ou de son constructeur, à condition que ce dernier n'en soit pas l'émetteur.
- Les Sukuks devraient être structurés par rapport à un besoin économique réel. Ensuite, les détenteurs des Sukuks louent le sous-jacent à l'émetteur qui s'engage à maturité (via un contrat de *Wa'd*) à acheter le sous-jacent à maturité.
- Un vrai transfert des titres du sous-jacent devrait être fait pour l'OPCT lors de la vente (pas de propriété d'usufruit).

Avantages et inconvénients de cette structure :

- Cette structure ne comprend pas les problématiques de vente de *Wafaa* ou de vente de *'ina* car les souscripteurs n'achètent pas le sous-jacent de l'émetteur.
- En cas de défaut, les souscripteurs des Sukuks ont un droit sur le sous-jacent (peut être vendu)
- Les risques inhérents, dans notre cas, sont restreints principalement au risque de crédit (pas de risque de marché lié au sous-jacent). L'émetteur a une dette envers les souscripteurs (paiement des loyers), ce qui rend la note du Sukuk liée à la qualité de crédit de l'émetteur (la note souveraine du Maroc). Idéalement, la valorisation des coupons devrait s'approcher du coût économique de la location du sous-jacent.
- Grâce à la caractéristique Asset-Backed de cette structuration, les Sukuks sont, pour les investisseurs, moins risqués qu'une obligation conventionnelle équivalente. Notons que les porteurs de Sukuks ont une propriété réelle du sous-jacent avant la maturité, ce qui rend le Sukuk échangeable sur le marché secondaire

- Cette structuration n'a néanmoins pas vocation essentielle à couvrir le financement de la dette souveraine.

2. *Sukuks Al-Istisna'a*

Grâce au développement économique et social du Maroc, le marché de l'électricité a connu une augmentation de demande soutenue durant la dernière décennie. En effet, d'après les chiffres de l'Office Nationale d'Electricité (ONE), une croissance moyenne de 6.1% par an a été observée. La demande est passée de 11 770 GWh en 1998 à 26 531 GWh en 2010. A ce rythme-là, en 2020, la demande sera d'environ 47 513 GWh, soit presque le double de la demande actuelle.

Afin d'assurer cette demande en énergie, constamment en évolution, l'ONE accélère son programme d'investissement dans la production et le transport de l'électricité. Ce programme porte principalement sur des projets stratégiques dont l'objectif est de renforcer la capacité de production d'énergie électrique ainsi que la sécurité et la fiabilité du réseau national de transport, en développant notamment les interconnexions avec les pays voisins.

Dans cette perspective, un grand projet de production électrique solaire a été annoncé par l'ONE le 2 Novembre 2009. En effet, « le Maroc importe 97,5% de ses besoins énergétiques. Mais, avec ce grand projet de l'énergie solaire, le pays réduira sa dépendance dans ce domaine à 85% ». (D'après l'ancienne ministre de l'Energie, des Mines, de l'Eau et de l'Environnement Amina Benkhadra).

Ce projet vise le développement de centrales de production d'électricité d'origine solaire d'une capacité totale installée de 2000 MW (soit l'équivalent de 38% de la puissance installée actuelle). Ces centrales vont produire environ 4500 GWh/an (soit 18% de la production nationale actuelle ou encore l'équivalent de la consommation annuelle d'une grande ville comme Casablanca).

Le coût de cet ambitieux projet est estimé à 70 milliards de MAD (9 milliards de dollars US environ).

Cinq premiers sites ont été identifiés et totalisent une superficie de 10 000 hectares. La mise en service industrielle des centrales interviendra graduellement. Ainsi, l'exploitation des premières unités interviendra en 2015 et la totalité du projet sera opérationnelle à fin 2019.

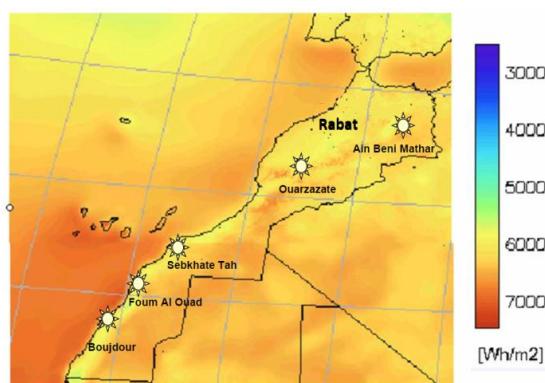


FIGURE 48: CARTE D'IRRADIATION SOLAIRE DU ROYAUME DU MAROC, AVEC LA REPRESENTATION DES CINQ SITES DU PROJET.

Ce projet s'intègre dans le cadre des grands projets décidés conformément aux directives royales pour la mobilisation des ressources nationales en énergies renouvelables et la préservation de l'environnement. Il permettra une économie annuelle d'1 million de Tonnes Equivalent Pétrole (TEP), d'une valeur de 500 millions de dollars US, permettant de ce fait d'éviter annuellement 3,7 millions de tonnes d'émissions de CO₂. Avec la réalisation de ce projet solaire intégré d'envergure, la part des énergies renouvelables (éolien, hydraulique, solaire...) dans la puissance électrique installée en 2020 s'établira à 42%. Un tel pourcentage permettra au Maroc de se classer parmi les leaders en la matière au niveau mondial.

La mise en œuvre de ce projet structurant d'envergure, se traduira certainement par des effets socio-économiques bénéfiques tant à l'échelle de l'ensemble du pays, qu'au niveau des régions qui abritent les ouvrages de production d'électricité solaire. Ce projet permettra d'une part la création d'emplois dans ces régions et d'autre part de donner un élan à la formation et au développement des compétences et ce, par la mise en place de filières spécialisées en énergie au sein des grandes écoles d'ingénieurs, de commerce et des universités, ainsi que la formation de techniciens en énergie solaire par les Instituts Professionnels.

Afin d'assurer la réalisation de cet important projet, une agence dédiée bénéficiant de l'appui et du soutien de l'Etat a été créée en 2009. Cette Agence dénommée « Moroccan Agency for Solar Energy » a pour mission le pilotage et la conduite du programme de production d'électricité solaire (qualification des sites, conception, études, choix des opérateurs, suivi de la réalisation et de l'exploitation...), ainsi que la supervision, l'animation et la coordination de l'ensemble des activités liées au projet.

L'Agence est dotée de capitaux publics avec la participation de l'Etat, le Fonds Hassan II pour le Développement Economique et Social, la Société d'Investissements Energétiques et l'ONE. Le financement du projet s'articule sur des mécanismes innovants et diversifiés y compris l'exportation en Europe.

Ainsi un tel projet est bénéfique sur plusieurs plans pour le Maroc. Il devrait être mis en avant pour ses retombées positives décrites plus haut.

Cependant, qu'est ce qui limite le Maroc à un seul projet de ce type sur 10 ans ?

C'est essentiellement le coût gigantesque du projet qui limite le Maroc à un seul projet de cette taille sur 10 ans. En effet, ce projet est estimé, d'après l'ONE à 70 milliards de MAD, qui représente environ 9% du PIB réalisé par le Maroc en 2010. Ainsi la question qui se pose est la suivante :

Y'a-t-il une alternative islamique pour le financement de ce projet ?

3. Utilisation d'un Sukuk Al-Istisna'a pour le financement de ce projet

Description des éléments nécessaires pour établir la structuration :

- Terrains loués annuellement pour accueillir les centrales solaires (soit à l'état, soit aux propriétaires)
- Une SPV sera créé spécifiquement pour porter les investissements et l'exploitation des centrales solaires
- Les investisseurs : ONE, fond Hassan II, état, pays étrangers, investisseurs institutionnels...

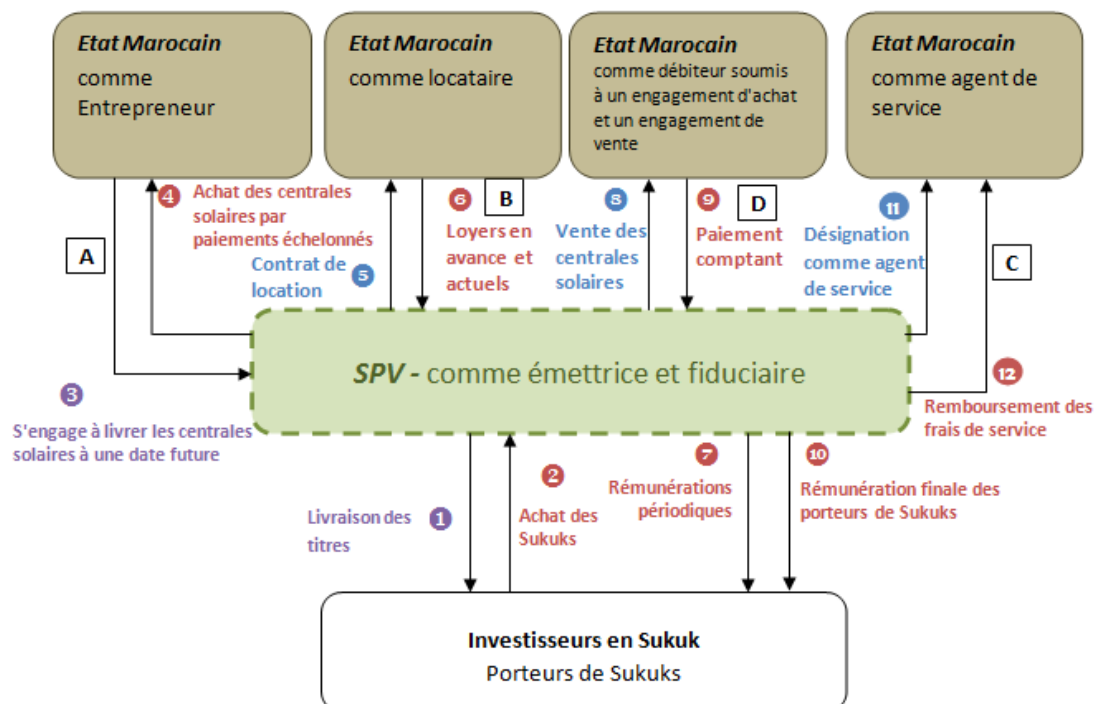


FIGURE 49: SCHEMA DE LA STRUCTURATION DU SUKUK AL-ISTISNA'A POUR LE PROJET SOLAIRE.

Une société OPCT sera mise en place. Elle effectue un appel aux investisseurs sur le marché. Elle émet en contrepartie des Sukuks qui ont une valeur de participation au capital de l'OPCT. Elle promet aux investisseurs une rémunération dont l'échéancier est similaire à celui d'une obligation.

La structuration du Sukuk sera du type Al-Istisna'a car le sous-jacent rémunérateur (les centrales solaires), n'existe pas encore.

Les fonds levés par la SPV, par la vente des titres aux investisseurs, serviront pour la location des terrains et pour le paiement du constructeur des centrales solaires sous un contrat Istisna'a. A terme l'OPCT vendra les centrales solaires à l'Etat Marocain.

L'OPCT et l'état marocain définissent dans un cahier de charge les différentes caractéristiques attendues des centrales et la durée maximale de leur construction pour qu'elles soient livrées et prêtes à être exploitées. Durant la phase de construction, l'état avancera des loyers anticipés, qui serviront à rémunérer les détenteurs de Sukuks. Après la mise en service de l'actif (phase d'exploitation, i.e. production de l'énergie solaire), l'état payera des loyers actualisés, qui vont tenir compte des loyers déjà payés en avance. Ces loyers actualisés serviront à rémunérer les investisseurs jusqu'au terme du contrat Al-Istisna'a.

La maturité des Sukuks Al-Istisna'a, qui coïncide avec la date de fin de la phase d'exploitation, devrait être suffisamment éloignée, dans le contrat, de la fin de la phase de construction, pour deux raisons :

- Pour que l'état exploite suffisamment les centrales solaires louées et compense ainsi les loyers anticipés qu'elle a avancés.

- Garantir une périodicité du coupon pour une période plus longue, ce qui augmenterait la rentabilité totale des investisseurs.

En outre, il est à envisager dans la structuration des Sukuks un engagement de l'état à acheter tous les sites construits à l'échéance des Sukuks. Cela a pour but de faciliter la sortie des investisseurs des Sukuks sans qu'ils n'aient besoin de se diriger vers un autre acheteur pour vendre leurs actifs. En plus cela rejoint également l'objectif de l'état de devenir propriétaire des centrales électriques construites pour les exploiter directement.

Comme nous l'avons expliqué dans la partie consacrée au Wa'd, cet engagement d'achat ne devrait pas se faire avec la valeur nominale des Sukuks ni avec quelconque montant déterminé à l'avance, mais avec un prix déterminé à la date d'achat, et cela en convenant à l'émission d'une méthode de valorisation des centrales solaires ou en se limitant à une négociation commerciale.

Remarque :

L'ONE a déjà eu recours dans le passé à un contrat «Istisna'a». En effet, l'Office Nationale d'Électricité a contracté un financement sous cette formule auprès de la banque islamique de développement (BID), d'un montant de 100 millions d'euros (environ 1,15 milliard de DH) pour financer une partie du projet d'extension du quai à charbon et des entrepôts de stockage de ce combustible au port de Jorf Lasfar²⁶.

4. Sukuk Al-Salam

Si l'état marocain a l'intention d'assurer une partie de son financement court terme par le biais de Sukuk, nous préconisons une structuration Salam. Dans le cas du Maroc, nous suggérons l'utilisation du phosphate et/ou d'un dérivé du phosphate comme actif sous-jacent. Le Maroc via «l'Office Chérifien du Phosphate» est un leader mondial sur le marché de ce minerai et de ses produits dérivés. Le chiffre d'affaire de l'office s'élevait en 2011 à 6.55 milliards de dollars. C'est plus que le double du chiffre d'affaire de «Aluminium Bahrein BSC». Le Sukuk Al-Salam marocain peut être structuré sur le phosphate brut ou l'un de ses dérivés comme le DAP : Di-Ammonium phosphate. D'après une source interne à l'OCP, ce dérivé émerge de plus en plus comme un actif liquide en termes d'échange sur les marchés financiers. L'OCP réalise sur ce dérivé un chiffre d'affaire avoisinant 1,5 milliards de dollars.

Bien évidemment le montage proposé peut utiliser n'importe quel métal produit au Maroc, et dont les caractéristiques financières et de commercialisation sont bien maîtrisées par le gouvernement.

5. Autres exemples

Plusieurs autres projets peuvent aussi être structurés : les barrages, les ports, les aéroports, les autoroutes, les énergies...

Voici quelques idées de projets avec des pistes de structurations :

- Grands bateaux de pêches (Sukuks Al-Ijarah), barrages (Sukuks Al-Ijarah ou Al-Musharaka)
- Projets des énergies solaires (Sukuks Al-Istisna'a)
- Projets TGV (Sukuks Al-Musharaka)
- Sukuk pour métro de Casablanca (Sukuks Al-Musharaka)
- Projets de voies ferrés (Sukuks Al-Musharaka)

26 Source : www.lavieeco.com du 02-05-2012.

- Autoroutes (Sukuks Al-Istisna'a ou Al-Musharaka)
- Plusieurs hôpitaux avec le matériel nécessaire (Sukuks Al-Musharaka)
- Projets touristiques (Sukuks Al-Ijarah, Al-Musharaka)
- Universités, écoles d'ingénieurs, de commerces privés-étatique (Sukuks Al-Musharaka)

IV. Les Sukuks font partie d'une dynamique plus large

Le développement des Sukuks reste avant tout lié au développement plus général du compartiment de la finance islamique. Nous allons exposer dans ce suit, quelques axes de développement pour la finance islamique au Maroc :

1. Besoin d'un cadre légal pour une cohabitation harmonieuse entre la finance islamique et la finance conventionnelle

Les expériences d'un certain nombre de pays musulmans, en particulier celle, assez exceptionnelle, de la Malaisie, ont démontré que l'implication des autorités publiques est primordiale pour favoriser un développement cohérent et, surtout, soutenable de la finance islamique. Les différences de principe entre la finance islamique et la finance conventionnelle se manifestent aussi, dans la pratique, par des frottements réglementaires ou fiscaux qui peuvent fausser la concurrence entre institutions financières islamiques et institutions financières « conventionnelles », mais également poser des problèmes en matière d'encadrement légal et de supervision. L'introduction de produits financiers islamiques sur le marché marocain doit donc être accompagnée d'un certain nombre d'initiatives afin d'anticiper et de prévenir ces problèmes, et de permettre une cohabitation harmonieuse entre finance islamique et finance conventionnelle : pour le cas des Sukuks, il est nécessaire de disposer d'un cadre réglementaire clair explicitant sans ambiguïté les problématiques juridiques de structuration, liées à la propriété, le collatéral et les défauts des Sukuks (voir chapitre 3).

2. Quelques exemples d'inspiration au Royaume-Uni et en Allemagne

- *Le développement de la banque islamique d'investissement et de particuliers au Royaume-Uni*

Au côté des banques islamiques « pures », il existe, à ce jour, plusieurs guichets islamiques (islamic Windows) de banques conventionnelles.

Les deux plus grands guichets islamiques, celui d'HSBC et de Lloyds TSB, proposent, d'ores et déjà, des produits retail. L'Etat britannique est allé encore plus loin en octroyant la possibilité pour la National Savings & Investment de distribuer des produits financiers islamiques via les bureaux de poste.

Cinq banques islamiques ont été agréées au Royaume-Uni au cours des cinq dernières années :

- The Islamic Bank of Britain en 2004,

- European Islamic Investment Bank en 2005,
- The Bank of London and the Middle East en 2007,
- European Finance House en 2008 et
- Gatehouse en 2008.

Le développement de banques islamiques implantées au Royaume-Uni a permis l'apport de liquidités pour le financement :

- de projets immobiliers, (financement à Chelsea d'un quartier d'un milliards de livres sterling par Qatari Investment Fund);
- opérations de private equity, comme l'acquisition d'Aston Martin en 2007 par le consortium koweïtien The Investment Dar (financé par émission d'un sukuk de 925 millions de dollars); ou les participations de Qatar Investment Authority dans quatre des plus grosses chaînes de maisons de retraite (à hauteur de 5 milliards de dollars).

La valeur ajoutée que peut tirer Londres du développement de la banque de détail islamique est double :

- profiter du potentiel de développement et de la rentabilité de ce nouveau marché;
- utiliser la communication sur la banque de détail afin d'attirer des investisseurs corporate et les fonds souverains musulmans.

- Londres, place financière pour la cotation des Sukuks

Londres a réussi à obtenir une position enviable. 16 Sukuks sont cotés sur la Bourse de Londres, pour un montant total de 11 milliards de dollars. La première émission de Sukuks date de Juillet 2006 (Tabreed, EAU, 109 millions de livres sterling) et, en Mars 2008, le Royaume de Bahreïn a enregistré la première émission souveraine à Londres (176 millions de livres sterling). Une émission de Sukuks par le Trésor britannique était, par ailleurs, à l'étude pour l'année 2009. Au-delà de la cotation des Sukuks, la City mise sur le développement de l'ensemble des activités de marché :

- Lancement de fonds trackers (ETFs) conformes à la Shari'ah par iShares (iShares MSCI emerging markets Islamic, iShares MSCI USA Islamic, iShares MSCI World Islamic)
- Création de marché interbancaire islamique, via le commerce des métaux sur le London Metal Exchange.

- Le marché britannique du Takaful

Londres étudie également la possibilité d'agrément d'une compagnie d'assurance islamique Takaful. La réalisation de ce projet donnerait naissance à la première compagnie d'assurance Takaful retail en Europe, les opérateurs existants ne ciblant que le corporate.

- L'exemple de l'Allemagne

Le Land allemand de Saxe-Anhalt a été le premier souverain non-musulman à solliciter le marché international de la dette islamique en 2004, levant ainsi une centaine de millions d'euros

via une émission de Sukuk. Cette initiative était motivée par la volonté des autorités d'innover mais, aussi et surtout, de toucher une gamme plus large d'investisseurs. Point significatif, cependant : la cotation de ces titres est organisée via le Luxembourg. De même, la plupart des grandes banques commerciales allemandes, comme la Deutsche Bank, sont d'ores et déjà présentes sur le marché de la finance islamique.

Enfin, les grands réassureurs allemands, Munich Re et Hannover Re, proposent des produits reTakaful, mais la compagnie la plus importante sur ce marché est la FWU, basée à Munich, avec une filiale au Luxembourg.

3. Forces et faiblesses du Maroc

Face à une concurrence Européenne et régionale, qui se dynamise, comment se positionne la place financière de Casablanca pour accueillir des produits islamiques ?

La place de Casablanca dispose en réalité de nombreux atouts, valables autant pour la finance Islamique que pour la finance conventionnelle. Par ailleurs, il n'existe aucun véritable obstacle juridique ou institutionnel à l'ouverture du marché marocain à ce type de produits.

Cependant, il existe un certain nombre de handicaps qui pourraient empêcher le Maroc de tirer pleinement profit de ce nouveau marché. Aux autorités compétentes d'en faire l'inventaire et d'engager les initiatives qui permettraient de s'imposer face aux concurrents.

Selon une étude de Reuters en Septembre 2012, les pays du CCG et de l'Asie du Sud Est restent en tête de liste des préférences des investisseurs et des arrangeurs, alors que de grandes attentes visent les pays émergents dans la finance islamique notamment l'Egypte, Oman et Kazakhstan. Le Maroc est bien placé en termes de préférence des investisseurs (27%) dépassant la Tunisie, la Libye et le Kazakhstan.

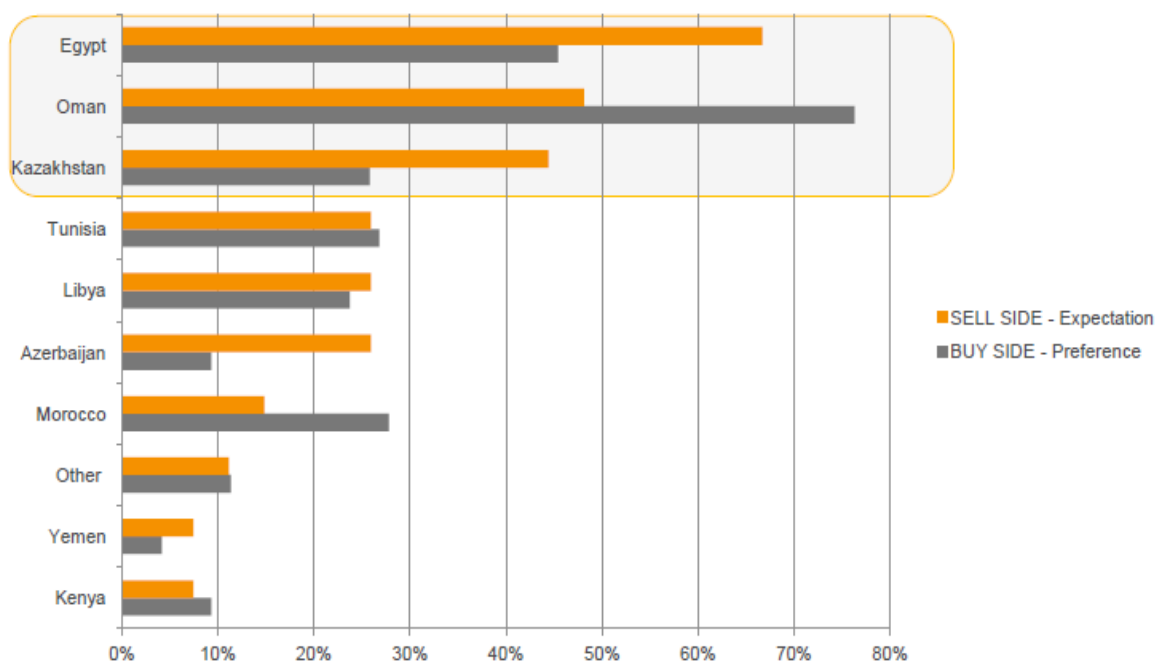


FIGURE 50 : PREFERENCES DES INVESTISSEURS ET ARRANGEURS SONDES DES PAYS EMERGEANTS POUR LES EMISSIONS FUTURES DE SUKUKS.

4. Un important effort de communication de la part de la place de Casablanca

La communication est un élément clé pour l'ouverture du Maroc à la finance islamique. La bataille de la finance islamique se jouera sur plusieurs plans : de l'information à l'« éducation » en passant par les aménagements législatifs. Mais les recommandations dans tous ces domaines ne suffisent pas en elles-mêmes. Aucune réforme, aussi poussée soit-elle, n'aura de véritable impact si elle n'est pas accompagnée d'une politique de communication ambitieuse.

Concrètement, il faut développer la promotion internationale de la Place financière de Casablanca, notamment en matière de finance islamique, au travers d'actions ciblées et volontaires.

5. Un encouragement donne à l'implantation d'une ou plusieurs institutions financières islamiques au Maroc

Le développement du marché de la finance islamique au Maroc passe également par l'ouverture du marché marocain aux institutions financières islamiques, banques mais également assureurs et autres investisseurs institutionnels. L'agrément d'une banque islamique au Maroc nous paraît essentiel si la place financière de Casablanca souhaite envoyer des signaux forts et clairs vers les investisseurs du Proche et Moyen Orient. Cette initiative exigera, certes, de trouver des partenariats indispensables avec des opérateurs marocains ainsi que d'organiser une réflexion autour des modalités concrètes de l'opération, comme par exemple la position d'un tel type d'établissement vis-à-vis du système de garantie des dépôts. Mais les retombées positives d'une telle démarche compenseront de loin les efforts mobilisés par les opérateurs concernés. Parmi les domaines qui sont susceptibles d'intéresser les banques islamiques :

- Les Partenariats Public-Privé pour les programmes d'investissements publics : privatisations, infrastructures, et autres. C'est en identifiant des projets à financer et en mettant en place des procédures de contrôle bancaire adaptées aux mécanismes islamiques que l'on attirera des investissements.
- L'immobilier : projets immobiliers avec cash-flows via les loyers (à l'image du Sukuk émis par le Land de Basse-Saxe avec son parc immobilier)
- Le Private Equity : il est possible d'envisager un ou plusieurs Road Shows «Capital-risque» dans le Golfe.

6. Le développement accéléré de formations en matière de finance islamique

Les innovations financières dans le domaine de la finance islamique, pour les acteurs marocains de la banque de financement et d'investissement, de la gestion d'actifs, de l'assurance, nécessitent le développement de compétences dans ces domaines. Il existe des problèmes d'insuffisance de capital humain qui touchent l'ensemble de l'industrie financière islamique.

Plusieurs actions sont à entreprendre au Maroc :

- Créer une chaire de finance islamique dans les grandes universités du royaume (éventuellement en coopération avec d'autres universités déjà en pointe sur le sujet).
- Développer les formations supérieures et leur donner une véritable visibilité internationale.
- Multiplier les projets de Masters dédiés à la finance islamique, à l'image du Master finance islamique de l'Université Internationale de Rabat
- Développer des passerelles avec les formations initiales dans les pays du Golfe et de l'Extrême Orient
- Créer des formations ciblées pour les professionnels, spécifiques aux activités de finance islamique : ce sont ces formations ciblées pour les banquiers qui sont les plus demandées.
- Multiplier les séminaires universitaires
- Financer la recherche et les publications sur le sujet

7. La création, au sein de la bourse de Casablanca d'un compartiment dédié aux Sukuks

L'émission de Sukuks au Maroc est, désormais, possible au prix de quelques aménagements juridiques. Reste à créer un segment dédié à l'émission et à la cotation de Sukuks au sein de la bourse de Casablanca.

Afin de favoriser le positionnement des acteurs marocains sur ce marché, plus que des réformes réglementaires, il paraît nécessaire que les autorités publiques envoient des signaux clairs vers les émetteurs et investisseurs potentiels. Une émission de Sukuks de la part de l'État pourrait avoir, dans ce domaine, une forte valeur symbolique.

Il est aussi possible d'encourager des initiatives de certaines collectivités locales d'une part et secteur privé d'autre part dans ce domaine. D'autres axes peuvent être envisagés comme la mise en place d'un indice d'actions islamiques au sein de la bourse de Casablanca.

V. Potentiel des Sukuks corporate au Maroc

Dans un contexte économique très tendu, les corporates et les PME au Maroc ont grandement besoin d'élargir leurs bases d'investisseurs. Les Sukuks pourront apporter des solutions et des alternatives fort intéressantes pouvant répondre aux besoins de différents agents économiques, que ce soit l'Etat pour ses besoins de financement ou d'investissement, mais aussi les PME, les grandes entreprises cotées ou non, ainsi que les banques et les assureurs.

Selon une étude menée par le CDVM (Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières) auprès d'un échantillon de banques et d'entreprises marocaines, 90% des entreprises sondées pourraient envisager d'émettre un Sukuk si le cadre légal et réglementaire au Maroc le permettait. Parmi les entreprises sondées, 62% considèrent que c'est un instrument complémentaire aux produits de financement déjà existants. 25% le considèrent comme étant un substitut à l'obligation classique. De plus 62,5% des sondés souhaitent la cotation des Sukuks pour des raisons de liquidité et de dynamisation du marché boursier. Notons aussi que 50% des sondés choisissent d'émettre des

Sukuk à la place d'une obligation classique si les coûts induits seraient identiques et qu'en même temps 13% de l'échantillon opteraient pour des Sukuks sans considération de coût.

Du côté des investisseurs institutionnels (le questionnaire a été adressé aux sociétés de gestion d'OPCVM), 100% déclarent qu'ils n'y auraient aucun problème à investir dans des Sukuks si l'instrument est attractif du point de vue financier et s'il répondait aux besoins des clients. En outre, le tiers des sociétés de gestions préféreraient des émissions court-terme dans un premier temps et envisageraient d'introduire progressivement des maturités plus longues auprès de leur clientèle, une fois le produit plus connu. D'autre part, 92% des sociétés de gestion ayant répondu indiquent l'importance de la négociabilité du produit en raison de la liquidité et des souhaits de leur clientèle. 8% de sondés seulement, préfèrent attendre de voir l'évolution de l'instrument avant de prendre la décision de le faire coter en bourse.

Il en ressort que les Sukuks rapporteront, entre autres, aux investisseurs une diversification d'actifs, et aux émetteurs une diversification de classes d'investisseurs. Ces derniers retrouveraient via ces instruments des solutions alternatives aux financements bancaires classiques. Les Sukuks répondent d'une part au besoin de liquidité des agents et d'une autre à la problématique de diversification des investisseurs soucieux de trouver des produits financiers conformes à leurs exigences éthiques.

Le Maroc est noté BBB-, dernière note de la catégorie Investment Grade. Les obligations conventionnelles des sociétés marocaines sont généralement, par conséquence, dans la catégorie spéculative. Un choix de Sukuks d'investissements de type Asset-Backed pourrait s'avérer de ce fait une solution intéressante pour les sociétés, en vue d'optimiser leurs coûts de financement. Ceci ne peut se concrétiser qu'avec la **promulgation de la loi de la titrisation** introduisant les Sukuks et la mise en place d'un cadre réglementaire sécurisé et surtout un dispositif fiscal approprié.

Nous recommandons aussi un aménagement législatif et des incitations fiscales au profit des Sukuks Al-Mudharaba et Al-Musharaka. Ces instruments répondent aux besoins de financement de l'économie réelle en apportant des fonds propres à des petites et moyennes entreprises. Ils offriront aussi aux épargnants une solution intéressante d'investissement participatif en accord avec l'éthique musulmane qui encourage le partage des profits et des risques.

CONCLUSION

Le marché des Sukuks est considéré comme le thermomètre de l'industrie bancaire islamique. Plusieurs facteurs expliquent ce statut, notamment, son accessibilité à des intervenants et des investisseurs très divers, à des grandes institutions bancaires internationales, aux plus grands cabinets d'avocats, en passant par des acteurs sur le plan régional.

Comme nous l'avons vu dans le chapitre 1, la croissance des volumes des Sukuks est un indicateur encourageant pour l'avenir de ce marché. Le nombre d'émissions de Sukuks vient de dépasser pour la première fois, le nombre d'émissions obligataires conventionnelles dans la région du CCG. L'un des intérêts principaux des Sukuks est sans doute l'accès à une nouvelle classe d'investisseurs, permettant d'améliorer la diversification du portefeuille des émetteurs. Les Sukuks, comme supports d'investissement, ne sont pas destinés exclusivement aux musulmans. En effet, ils peuvent très bien répondre aux besoins de tout type d'investisseurs. Nous pouvons prendre pour exemple un Sukuk émis par une corporate non islamique, structuré par un arrangeur non islamique et vendu à une clientèle non islamique. Ainsi, les facteurs clés qui ont mené au succès dans le passé présagent-ils d'un avenir radieux ?

En réalité, ces facteurs encourageants cachent plusieurs interrogations quant à l'avenir des Sukuks. Plusieurs intervenants dans le marché critiquent la tendance actuelle du marché qui favorise des produits presque similaires aux obligations conventionnelles mettant de côté les principes de partage des risques et d'adossement aux actifs réels. La réalité des marchés et les différentes structurations que nous avons vues dans le chapitre 2 ne doivent pas masquer les problématiques de fond, concernant la propriété, le recours aux actifs sous-jacents en cas de défaut, les garanties et les risques propres à ces produits (chapitre 3).

De ce fait, le développement de la gouvernance, la transparence de la réglementation, ainsi que la gestion des risques inhérents aux Sukuks, notamment les risques juridiques et les risques de conformité à la Shari'ah seraient bénéfiques pour le Maroc afin qu'il puisse devenir un acteur régional capable de produire et d'innover. Or, des structurations similaires à celles des années 2000 (type Ijarah Asset-Based) seraient des stratégies inadéquates qui ne permettraient pas de tirer profit des aspects positifs et négatifs de certaines expériences internationales que nous avons exposées (voir chapitre 4). Ces produits, qui délivrent des risques et des Cash-Flows qui ne sont pas liés aux sous-jacents, ne font que ternir l'image de l'industrie de la finance islamique. Comme souligné au début de ce chapitre, il n'y a aucun intérêt à faire une structuration d'un Sukuk similaire à celle des obligations classiques, si ce dernier n'apporte pas vraiment une cohérence conceptuelle et une réelle alternative pour le marché.

En outre, le nouvel ordre mondial et les équilibres géopolitiques sur le plan régional et international devraient pousser le Maroc à diversifier ses émissions, en offrant des structures alternatives qui pourraient le préparer au rôle de leader régional. De plus, la stabilité politique qu'offre le Maroc aux investisseurs internationaux et l'implantation croissante de sociétés et de grandes institutions bancaires marocaines dans la région, sont des facteurs positifs qui confirment la légitimité évidente du Royaume dans ce rôle. Notons que la finance islamique prône le financement de l'économie réelle et que la première étape avant de structurer un Sukuk est de détecter un besoin économique réel. Il nous semble que la structure Ijarah proposée dans le

chapitre 5 permettra de tenir à la fois de la réalité concurrentielle des marchés et des prérogatives de la Shari'ah.

Comme le montre l'étude de Thomson Reuters sur les perspectives en 2013, le Maroc doit cibler en priorité des investisseurs du CCG et les banques islamiques, qui ont une préférence claire pour le dollar (77.8%) et pour les Sukuks Asset-Backed (69.4%), un profil de maturité autour de 3-5 ans (52.5%) et une structuration type Ijarah (63.3%). Cependant, une émission en Euro placera directement le Maroc comme précurseur dans les émissions souveraines : il attirera divers acteurs sur le plan international, notamment en Europe. Ceci pourrait répondre autant aux attentes des investisseurs MRE, mais aussi à une bonne partie de la clientèle musulmane d'Europe, sensible aux valeurs de la finance islamique.

De par ses atouts, le Maroc a la possibilité de créer de la valeur et d'apporter une réelle expertise à long terme dans le domaine, en mobilisant ses ressources en capital humain et en investissant dans la formation et la recherche. Ces éléments clés étant indispensables pour construire une industrie concurrentielle, capable d'innover et d'apporter des solutions durables, permettront au Maroc de s'élever au rang de Référence dans le domaine des produits alternatifs.

"Two roads diverged in a wood, and I -

I took the one less traveled by,

And that has made all the difference."

- Robert Frost

BIBLIOGRAPHIE

ISLAMIC FINANCE: Law, Economics and Practice Mahmoud A. El-Gamal, Rice University, Houston (February 2009)

SEMINAR ON ISLAMIC SUKUK: Review and Evaluation, Sami Al-Swailim, Organisation of Islamic Cooperation, IRTI and King Abdul-Aziz University (May 2010)

Dubai International Financial Centre Sukuk Guidebook, (November 2009)

World Islamic Banking Competitiveness Report 2011-12, Ernst & Young (2011)

SEMINAR on Future of Islamic Banking: Osaid Mohammed **Adeeb Kailani**, (December 2011)

The Future of Sukuk: Substance over Form, Moody's (May 2009)

SUKUK REPORT 2nd EDITION, International Islamic Financial Market (May 2011)

Application of Wa'ad in Equity Based Sukuk: Empirical Evidence, ISRA (International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance), Shabnam Mokhtar, Research paper No 20/2011

Global Sukuk Report 2011, Kuwait Finance House (July 2011)

Sukuk Report 2nd Edition, International Islamic Financial Market (May 2011)

Sukuk perceptions and forecast study 2013, Thomson Reuters Zawya (World Islamic Banking Conference December 2012)

Sukuk Are Surpassing Conventional Bond Issuance In The Gulf Countries As Yields Tighten, Standard & Poor's (October 5, 2012)

Sukuk, Quel potentiel de développement au Maroc ? Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières, 2012

Shocking: 21 Defaulted Sukuk Cases in the Last 20 Months, Mohammed Khnifer

Enjeux et opportunités du développement de la finance islamique pour la place de Paris, Jouini & Pastre, Paris EUROPLACE (Décembre 2008)

Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI), Shariah Standards

Bloomberg Finance (March 2012)

Zawya Sukuk Monitor (www.zawya.com/sukuk)

Rating Agency Malaysia (RAM): <http://www.ram.com.my>

Malaysian Rating Corporation Berhad (MARC): <http://www.marc.com.my>

Maghreb Titrisation: <http://www.maghrebtitrisation.ma>

Ministère de l'économie et des finances: <http://www.finances.gov.ma>

Secrétariat Général du Gouvernement du Royaume du Maroc: www.sgg.gov.ma

Place boursière Tadawul, Arabie Saoudite: www.tadawul.com.sa

Présentation des membres du Al-Khawarizmi Group



Abdelbassit Khalifi

Actuaire Consultant Senior chez BNP Cardif (CSC Consulting)

Abdelbassit est ingénieur Financier de l'École Nationale Supérieure d'Informatique et Mathématiques Appliquées de Grenoble (ENSIMAG) et il est également diplômé du Master Recherche en mathématiques appliquées à la finance de l'université Joseph Fourier de Grenoble. Il a travaillé avant en Recherche et développement chez BNP Paribas Arbitrage, en risk management chez Natixis Asset Management (NATIXIS AM) et il a rejoint par la suite le pôle Actuariat de CSC.

Abdellah El Idrissi El Mrhari

Ancien Trader à BNP Paribas Arbitrage

Ingénieur en mathématique et informatique diplômé de l'École Nationale des Ponts et Chaussées (ENPC ParisTech) et titulaire d'un Master en Modélisation et Méthodes Mathématiques en Économie et Finance de l'Université Paris-1 Panthéon-Sorbonne. Il a travaillé pendant cinq ans en tant que Trader au sein de la Société Générale Corporate & Investment Banking et BNP Paribas Arbitrage.



Ahmed Stitou

Business-Analyst au sein de la branche Energy Management and Trading de GDF-Suez

Ingénieur en mathématiques financières diplômé de l'École Nationale Supérieure d'Informatique et Mathématiques Appliquées de Grenoble (ENSIMAG), titulaire d'un Master en finance d'entreprise de l'IAE de Grenoble et certifié IFQ (Islamic Finance Qualification). Il a travaillé avant chez Calyon-CIB et Axa Life Europe en tant que IT-Quant.

Fayçal Jamali

Analyste Financier à GDF-Suez au sein du CEEME (Centre d'Etude et d'Expertise en Modélisation Economique)

Ingénieur diplômé de l'École Nationale Supérieure d'Informatique et Mathématiques Appliquées de Grenoble (ENSIMAG), il est titulaire d'un Master de Recherche en mathématiques financières de l'Université Joseph Fourier de Grenoble ainsi que d'un Master sur les principes et les pratiques de la finance islamique de l'Université de Paris Dauphine. Il travaillait auparavant en tant que consultant au sein de SGCIB (Société Générale Corporate & Investment Banking) et Natixis Asset Management (NATIXIS AM).





Mahfoud Saadouni

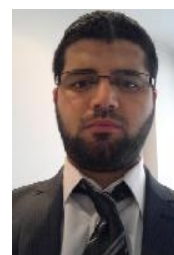
Gérant de Portefeuilles (produits structurés) chez Natixis Asset Management

Titulaire d'un Master en modélisation stochastique et recherche opérationnelle de l'Université Bordeaux 1, il a également obtenu le CERTIFICATE OF ISLAMIC BANKER (C.I.B) du CIBAFI (General Council for Islamic Banks and Financial Institutions Bahreïn) et a été diplômé du SFAF. (CIIA : Certified International Investment Analyst). Il a travaillé avant en Recherche & Développement chez ABN AMRO, puis a occupé chez Natixis AM successivement le poste d'analyste de performance et celui de responsable du pôle Attribution de performance.

Mohammed Khiara

Consultant Fonctionnel SAP FINANCE chez ALTRAN

Ingénieur Financier diplômé de l'IUP et titulaire d'un Master Consultant ERP Finance de l'EPSI. Il a travaillé auparavant en tant que consultant en Ingénierie Financière et Risk Management sur des problématiques matières premières et banque d'investissement, chez différents clients tels que : caisse de dépôt et de consignation (CDC), banque crédit agricole C.I.B et GDF SUEZ Trading.



Mouâd Boutaour Kandil

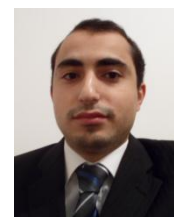
Ingénieur quantitatif chez Camgestion (filiale de Bnp Paribas IP)

Ingénieur diplômé de l'école Nationale des Ponts et Chaussées ParisTech et enseignant de finance à l'ENSIEE. Il possède une dizaine d'années d'expérience en Asset Management alternative et classique. Mouâd occupait avant le poste de gérant multi-stratégies au sein de CooperNeff Alternative Managers (filiale BNP) ainsi que le poste d'ingénieur de recherche et développement à la SGAM AI (Société Générale Asset Management Alternative Investment).

Mounir Benchokroun

Ingénieur d'études Subsea dans le secteur pétrolier chez Technip

Ingénieur en mathématiques appliquées diplômé de l'École Nationale Supérieure de Techniques Avancées (ENSTA ParisTech) et titulaire d'un Master de recherche en modélisation mathématique de l'Université Paris-6 Pierre et Marie Curie. Il a travaillé avant à Dassault Systèmes sur la simulation numérique des fluides.



Contact : alkhawarizmi.group@gmail.com